



COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 26.3.2003  
COM(2003) 138 final

2003/0045 (COD)

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet  
des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation  
sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/ CE**

(présentée par la Commission)

## EXPOSÉ DES MOTIFS

### 1. INTRODUCTION

#### 1.1. Contexte

La transparence des sociétés faisant appel public à l'épargne est essentielle au bon fonctionnement des marchés des capitaux, car elle accroît leur efficacité et leur liquidité. La présente proposition de directive devrait nettement améliorer l'information mise à la disposition de tous les investisseurs au sujet de ces sociétés dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Elle contribuera donc à accroître encore l'intégration des marchés des valeurs mobilières en Europe en réduisant ou en éliminant les asymétries en matière d'information de nature à entraver la comparabilité et la liquidité des marchés, en renforçant la confiance des investisseurs dans la situation financière des émetteurs et en réduisant le coût de l'accession au capital.

La présente initiative est l'une des actions prioritaires du plan d'action pour les services financiers (PASF), approuvé par les chefs d'État ou de gouvernement au Conseil européen de Lisbonne en mars 2000. L'objectif est que les États membres aient effectivement mis en œuvre la directive qui sera adoptée pour 2005 au plus tard - ce qui correspond à un engagement pris par les chefs d'État ou de gouvernement à Stockholm en mars 2001 et à Barcelone en mars 2002.

Par conséquent, la proposition fait partie intégrante d'une stratégie de révision de la législation sur les marchés des valeurs mobilières, en particulier pour parvenir à un niveau plus élevé de transparence et d'information en ce qui concerne les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé. Elle s'inscrit dans le droit fil d'un "programme de publicité et de transparence" que les institutions européennes sont actuellement en train de réaliser:

- le règlement sur l'application des normes comptables internationales (IAS)<sup>1</sup>, qui rendra obligatoire, à partir du 1er janvier 2005 (avec quelques dérogations valables jusqu'en 2007), l'application des normes IAS pour l'établissement des comptes annuels de toutes les sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et qui établissent des comptes consolidés. La présente directive est conforme à cette politique de l'Union européenne. Cependant, elle ne modifie pas la procédure introduite par le règlement susmentionné, selon laquelle chaque norme, y compris la norme IAS 39, doit faire l'objet d'une décision formelle de l'Union européenne, adoptée conformément à ses dispositions, pour devenir juridiquement contraignante sur le territoire communautaire. La présente directive n'anticipe, ni ne diminue en rien de telles décisions;

---

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

- la directive sur les abus de marché<sup>2</sup> qui, notamment, obligera les émetteurs à publier toute information privilégiée. Les obligations de publicité ponctuelle concernant les informations susceptibles d'influer sur les cours seront donc remplacées par cette nouvelle règle de publicité plus contraignante;
- la future directive sur les prospectus<sup>3</sup> qui devrait régir les obligations de publicité initiale, au moment de l'émission/de l'offre au public de valeurs mobilières et de leur admission à la négociation sur un marché réglementé. Elle devrait prévoir un passeport européen pour les prospectus. La proposition actuelle tient déjà compte de l'accord politique du Conseil du 5 novembre 2002 en vue de l'adoption d'une position commune que la Commission soutient totalement.

L'adoption et la mise en œuvre de toutes ces initiatives, y compris la présente, constitue une contribution indispensable au cadre réglementaire complet des marchés des valeurs mobilières. La proposition de directive sur les services d'investissement (DSI)<sup>4</sup> ne sera efficace que si cette nouvelle série d'obligations réglementaires de transparence sont mises en œuvre simultanément.

## 1.2. Objectifs de la présente initiative

La directive proposée prévoit d'imposer un niveau de transparence et d'information adapté aux objectifs de protection des investisseurs et d'efficacité du marché. Elle doit donc être cohérente par rapport à toutes les initiatives législatives susmentionnées: son champ d'application doit non plus être limité aux marchés officiels mais s'étendre aux marchés réglementés, c'est-à-dire inclure les seconds marchés (voir section 3.1.); elle doit assurer une plus grande ouverture au monde de la finance internationale en termes d'usage des langues et d'utilisation des technologies modernes de l'information (voir section 3.2.); et enfin, elle doit apporter une réponse appropriée aux développements qui se produisent aux USA, et notamment au Sarbanes-Oxley Act, afin de promouvoir les marchés des capitaux européens (voir section 3.3.).

L'initiative propose une réforme des obligations sous la forme d'une information standardisée à un moment donné (information périodique) ou sous la forme d'une information continue. Ses objectifs sont les suivants:

- améliorer **l'information financière annuelle** donnée par les émetteurs de valeurs mobilières par la publication d'un rapport financier annuel dans un délai de trois mois (voir section 4.2.);
- améliorer l'information périodique **des émetteurs des actions** au cours de l'exercice, en introduisant un dispositif pragmatique combinant un **rapport financier semestriel** détaillé et **une information financière trimestrielle** moins exigeante pour les premier et troisième trimestres de l'exercice concerné. Cette solution se situe à mi chemin entre deux situations

---

<sup>2</sup> Directive n° 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, (abus de marché) adoptée le 3.12.2002, pas encore publiée au JO.

<sup>3</sup> Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et modifiant la directive 2001/34/CE - COM(2002)440 final du 9.8.2002.

<sup>4</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, 19 novembre 2002, COM(2002)625 final.

radicales: une des solutions radicales serait d'exiger l'établissement de trois rapports financiers trimestriels détaillés établis suivant les normes internationales les plus élevées, de manière similaire à celles existantes aux États-Unis. L'autre extrême serait de rester au niveau communautaire actuel, déjà en place il y a vingt ans, en ce qui concerne la transparence des entreprises et, ce faisant, ignorer que les marchés de capitaux fonctionnent et réagissent maintenant plus rapidement, que l'allocation des capitaux entre les sociétés faisant appel public à l'épargne est sujette à davantage de concurrence, et finalement que les investisseurs, opérant dans plusieurs États membres bénéficieront d'informations financières plus fiables, normalisées et de façon périodiques au lieu de dépendre exclusivement des communiqués ad hoc des sociétés. Cela ne signifie pas que les nouvelles règles concernant l'information financière intermédiaire doivent remplacer l'obligation d'information permanente (voir section 4.3);

- introduire des **rapports financiers semestriels** pour les **émetteurs de titres de créance** uniquement qui ne sont pas actuellement soumis à des obligations de publication de rapports intermédiaires. A nouveau, la Commission poursuit une approche très pragmatique (voir section 4.4);
- fonder les obligations d'information continue sur les **modifications concernant les participations importantes** sur une réflexion véritablement axée sur le marché des capitaux. Cela devrait conduire à une information plus fréquente dans le respect de délais plus stricts (voir section 4.5.);
- actualiser le droit communautaire existant concernant l'information donnée aux détenteurs de valeurs mobilières (actions ou titres de créance) **lors des assemblées générales** par le biais de procurations et de moyens électroniques. Ces aspect est particulièrement important pour les investisseurs résidant à l'étranger (voir section 4.6.).

La présente initiative garantira une bonne protection des investisseurs et un bon fonctionnement des marchés financiers. Elle devrait ainsi conduire à l'élimination effective des barrières nationales pour les émetteurs qui cherchent à accéder aux marchés réglementés non seulement dans leur État membre d'origine, mais également dans d'autres États membres. Cela ne risquerait pas de saper la protection que les législations nationales assurent aux investisseurs, étant donné que la législation communautaire fixerait déjà des obligations très strictes. Toutefois, l'État membre d'origine de l'émetteur devrait être autorisé à imposer des obligations de publicité plus strictes (voir section 4.1.).

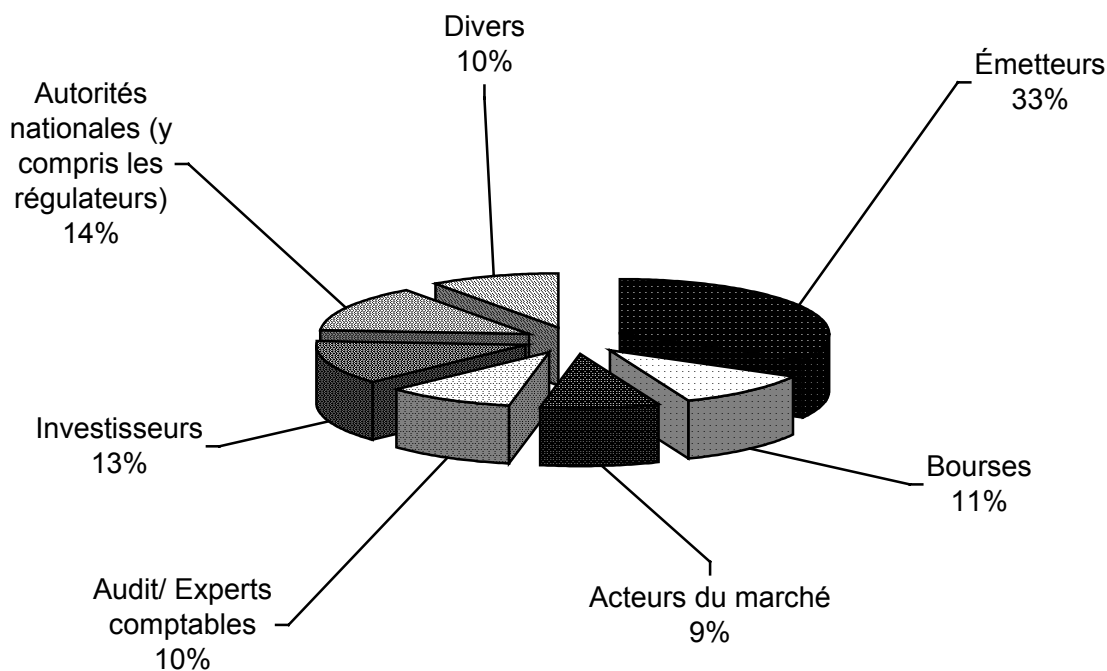
## **2. UNE NOUVELLE MANIERE DE REGULER LES MARCHES DES VALEURS MOBILIERES AU NIVEAU COMMUNAUTAIRE**

### **2.1. Deux cycles de consultations ouvertes et publiques**

Le Conseil européen a invité la Commission européenne, dans sa résolution du 23 mars 2001 sur une régulation plus efficace des marchés des valeurs mobilières, "à procéder sans attendre à des consultations larges et systématiques avec les institutions et toutes les parties intéressées du secteur des valeurs mobilières, notamment en renforçant le dialogue avec les consommateurs et les praticiens des marchés". Cette démarche devait faciliter l'adoption de mesures législatives et permettre leur mise en œuvre pour 2005.

La Commission a rempli sa partie du contrat. La direction générale du marché intérieur a lancé deux consultations écrites avant de soumettre sa proposition. Le 11 juillet 2001, elle a

invité les parties intéressées à réagir à un document de consultation dans lequel elle présentait une première approche. Elle a reçu 91 réponses en provenance de tous les États membres, mais également de pays tiers. En décembre 2001, elle a publié un résumé de ces réponses. Elle a ensuite lancé une consultation finale le 8 mai 2002. Cette seconde consultation portait sur certains aspects particuliers, comme l'information financière intermédiaire, et présentait des informations détaillées sur ses travaux en cours sur une éventuelle proposition. Cette fois, elle a reçu 93 réponses en provenance de tous les États membres et de pays tiers. Les



arguments présentés sont passés en revue ci-après. Les **184 réponses** reçues à ces deux consultations recouvrent **un large spectre d'intérêts**.

## 2.2. Une directive contenant des principes essentiels, pas de détails techniques

Il y aurait lieu de procéder à une réforme en profondeur sur la base d'une nouvelle manière de réguler les marchés des valeurs mobilières au niveau communautaire. L'adoption de la présente directive devrait en fait être facilitée par le fait que la proposition est fondée sur les recommandations contenues dans le rapport final de février 2001 du Comité des Sages présidé par Alexandre Lamfalussy, qui recommandait une nouvelle approche à quatre niveaux pour la régulation des marchés des valeurs mobilières, de manière à pouvoir achever la mise en œuvre du PASF pour 2005.

Le rapport recommande que la législation communautaire, adoptée par la procédure de codécision, se concentre sur les principes et options essentiels, sans s'appesantir sur les détails techniques ("niveau 1"). Les mesures d'exécution techniques au niveau communautaire sont adoptées par la Commission (qui se fonde sur les avis et l'expertise techniques des autorités de surveillance nationales des marchés des valeurs mobilières) selon les procédures de comitologie existantes, la Commission étant assistée par un "comité de réglementation" (le

Comité européen des valeurs mobilières (CEVM<sup>5</sup>) "niveau 2"). La coopération entre les autorités nationales de surveillance des marchés des valeurs mobilières des États membres dans le domaine de la mise en œuvre quotidienne du droit communautaire devrait être renforcée, notamment par le biais du Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières<sup>6</sup> ("niveau 3"). Le contrôle par la Commission européenne de la mise en œuvre du droit communautaire devrait lui aussi être renforcé ("niveau 4").

Cette approche à quatre niveaux a été expressément approuvée par le Conseil européen dans sa résolution du 23 mars 2001 sur une régulation plus efficace des marchés des valeurs mobilières de l'Union européenne. De même, le Parlement européen a appuyé une telle réforme réglementaire dans sa résolution du 5 février 2002 sur la mise en œuvre de la législation sur les services financiers, sur la base de la déclaration faite le même jour par le président de la Commission européenne. La présente initiative est fondée sur cette nouvelle approche et vise donc à permettre de dissocier la législation de niveau 1 et celle de niveau 2. Le section 5 explique comment, de l'avis de la Commission, les détails techniques devraient être laissés à la "législation de niveau 2".

### **3. COHERENCE AVEC D'AUTRES INITIATIVES RELATIVES AUX MARCHES DES VALEURS MOBILIERES DANS LE CADRE DU PASF**

#### **3.1. Législation communautaire couvrant les marchés réglementés**

Le règlement IAS, la directive récemment adoptée sur les abus de marché, la future directive sur le prospectus et la proposition de révision de la directive sur les services d'investissement, tous ces textes concernent les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises non seulement à la cote officielle, mais aussi sur les marchés réglementés, c'est-à-dire à l'inclusion des seconds marchés<sup>7</sup>. De même, l'information financière périodique, l'information par le biais des assemblées générales des émetteurs de valeurs mobilières pour les détenteurs de celles-ci, l'information sur les modifications importantes de l'actionnariat ainsi que toute autre information continue devraient l'objet d'une réglementation portant non seulement sur le marché officiel, mais aussi sur les marchés réglementés au niveau communautaire.

Lors des deux consultations, certaines parties ont demandé des précisions concernant le cas où **un émetteur n'a jamais demandé ni approuvé l'admission** de ses titres à la négociation sur un marché réglementé dans aucun État membre. Cette question sera principalement traitée dans le cadre de la proposition de nouvelle directive sur les services d'investissement et les marchés réglementés - initiative qui harmonise les exigences auxquelles doit être soumise l'admission des valeurs mobilières à la négociation sur les marchés réglementés<sup>8</sup>. La

---

<sup>5</sup> Ce comité a déjà été institué par la décision de la Commission n° 2001/528/CE du 6.6.2001, JO n° L 191 du 13.7.2001, p. 45. Il s'agit uniquement d'un comité consultatif. Il a également été consulté sur la présente initiative.

<sup>6</sup> Institué par la décision de la Commission n° 2001/527/CE du 6.6.2001, JO n° L 191 du 13.7.2001, p. 43.

<sup>7</sup> Tel que le Second Marché et le Nouveau Marché à Paris, le Alternative Investment Market à Londres, le Geregelter Markt et le Neuer Markt à Francfort, le Mercato Ristretto à Milan, le Nouveau Mercato en Espagne et le Nouveau Marché en Belgique.

<sup>8</sup> Proposition de la Commission de directive concernant les services d'investissement et les marchés réglementés, et modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil, ainsi que la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil, du 19 novembre 2002, COM(...)2002, notamment son article 37, paragraphe 5. En vertu de cette disposition, le consentement de l'émetteur n'est plus

Commission propose de lier expressément la reconnaissance mutuelle des marchés réglementés en vertu de cette directive à l'obligation pour les émetteurs de se conformer à l'ensemble de la législation sur les valeurs mobilières au niveau communautaire. La présente proposition couvre uniquement un aspect particulier qui ne peut être laissée aux opérateurs des marchés réglementés: les émetteurs qui n'ont jamais demandé ni approuvé l'admission de leurs titres à la négociation sur un marché réglementé ne peuvent être tenus de fournir la traduction de leurs rapports financiers périodiques en vertu d'un régime linguistique déterminé. Dans un cas semblable, ces obligations incomberont au tiers qui aura demandé cette admission (voir la proposition d'article 16, paragraphe 4).

### **3.2. Plus grande ouverture au monde de la finance internationale**

#### *3.2.1. Utilisation d'une langue usuelle dans le monde de la finance internationale*

Actuellement, chaque État membre peut exiger que l'information soit publiée dans sa ou ses langues officielles. Les réponses aux deux consultations ont montré que cette exigence est coûteuse et fastidieuse pour les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation dans plusieurs États membres.

Avec l'intégration croissante des marchés financiers de l'UE, la question linguistique deviendra plus importante. Il y a donc lieu de prévoir un système qui permette de résoudre les problèmes qui pourraient se poser. De plus, une mauvaise solution aurait pour effet de diminuer la valeur ajoutée par la future directive sur le prospectus. Pour les mêmes raisons, le régime linguistique proposé dans la présente directive serait applicable également à l'information ponctuelle à publier en vertu de l'article 6 de la directive sur les abus de marché. Enfin, la proposition traite des informations que les investisseurs doivent donner aux émetteurs. Afin non seulement de promouvoir l'acquisition transfrontalière d'actions dans l'UE mais aussi d'attirer davantage d'investisseurs de pays tiers, la proposition prévoit que les investisseurs doivent être en mesure de notifier les modifications de leurs participations à l'émetteur dans une langue usuelle en matière financière.

La Commission propose que les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans plus d'un État membre puissent également opter pour une **langue usuelle dans le monde de la finance internationale. Pour les marchés de gros, les émetteurs peuvent toujours choisir une telle langue.**

La proposition présente une nette différence par rapport à la future directive sur les prospectus: elle n'autoriserait pas les États membres à exiger des émetteurs qu'ils publient leurs informations financières périodiques ou continues dans leur langue officielle. Il est rappelé que la future directive sur des prospectus autorise toujours les États membres, s'ils le souhaitent, à demander la traduction d'un résumé du prospectus dans leur propre langue.

Cela étant dit, la présente proposition n'aboutira pas à un système dans lequel les États membres d'accueil pourraient demander une traduction. En effet, elle n'affecte pas le droit d'un État membre d'imposer la publication appropriée d'une traduction certifiée des comptes par les sociétés faisant appel public à l'épargne, à condition que ces sociétés ouvrent une succursale sur leur territoire. Ce droit est déjà ancré dans la onzième directive de droit des sociétés. En outre, la présente proposition ne doit pas porter atteinte aux exigences linguistiques applicables dans les procédures judiciaires devant les tribunaux. Enfin, elle

---

nécessaire dans le cas où une valeur mobilière doit être admise à la négociation sur un autre marché réglementé.

s'écarte des solutions retenues pour le prospectus dans les cas où les titres d'un émetteur sont admis à la négociation uniquement sur un marché réglementé d'un seul État membre d'accueil, mais pas dans son État membre d'origine, pour éviter tout choix "à la carte" de la juridiction ou de la langue.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 16 proposé dans la section 5.

### 3.2.2. *Tirer parti des avantages qu'offre la technologie moderne de l'information et de la communication*

#### – Source d'information unique au sujet d'un émetteur dans toute l'Union européenne

Actuellement, les États membres sont libres d'imposer à un émetteur le moyen de diffusion qu'il doit utiliser. Cela a conduit à une très grande diversité des canaux d'information étant donné que chaque État membre a sa propre politique. Les principaux modèles utilisés sont au nombre de trois: la diffusion est organisée par l'autorité de surveillance nationale elle-même, par les opérateurs des marchés réglementés, ou par d'autres fournisseurs d'information financière concurrents<sup>9</sup>. De plus, l'article 102 de la directive 2001/34/CE autorise les émetteurs à publier leur information de leur propre initiative par voie de presse.

Le résultat est que la manière dont l'information est diffusée dans l'Union européenne est très complexe. Dans de nombreux États membres, l'information au sujet d'un même émetteur ne peut être obtenue auprès d'une source unique. Le modèle choisi varie en fonction du type d'information à fournir. Dans un premier temps, il importe donc de prévoir dans le droit communautaire que les États membres ne doivent plus imposer l'utilisation d'opérateurs établis sur leur territoire ou de médias différents pour les différents types d'information au sujet d'un même émetteur. L'objectif final est qu'un investisseur doit pouvoir obtenir d'une source unique toutes les informations financières périodiques et continues (y compris celles publiées ponctuellement) au sujet d'un émetteur donné.

#### – Site Internet de l'émetteur soutenu par un système d'alerte électronique efficace

Actuellement, la diffusion de l'information par le biais des **sites Internet des émetteurs** n'est pas considérée comme une méthode suffisante en elle-même. Cela devrait changer en ce qui concerne les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation dans plus d'un État membre. L'utilisation du site Internet de l'émetteur ne serait toutefois pas suffisante en elle-même; elle devrait s'accompagner d'un mécanisme d'alerte par courrier électronique efficace, mécanisme qu'une société devrait mettre en place pour informer tous les intéressés en temps réel de toute modification de l'information présentée sur son site. Les détails techniques d'un tel système devraient être définis dans les mesures d'exécution à adopter selon la procédure de comitologie.

Si la question de l'utilisation des sites Internet des émetteurs n'était pas abordée dans la présente initiative, les États membres pourraient être tentés de s'en tenir à leur système national actuel. Les moyens que les États membres peuvent imposer pour assurer la diffusion effective de l'information ne sont pas seulement des aspects techniques relevant du principe de subsidiarité. Les différences nationales entre les obligations de diffusion imposées aux émetteurs doivent être considérées comme un maillon supplémentaire de la chaîne d'obstacles

---

<sup>9</sup> Modèle choisi par le Royaume-Uni en ce qui concerne ce qu'on appelle les "primary service providers" (PIPs).



qui empêchent les émetteurs de demander leur admission sur les marchés réglementés de plusieurs États membres. Ces différences nationales entravent également la prise de décision des investisseurs au niveau transfrontalier.

Pour de plus amples explications, voir commentaire de l'article 17 dans la section 5, mais également dans la section 4.5.

- Réseaux électroniques transfrontaliers destinés à simplifier encore l'accès des investisseurs à l'information

La situation en Europe est très différente de celle qui existe aux États-Unis où le système EDGAR<sup>10</sup> permet d'obtenir facilement des informations sur les émetteurs. Un État membre (Royaume-Uni) a lancé récemment un système grâce auquel toute l'information réglementaire sur un émetteur donné est diffusée par le canal de services d'information réglementaires. D'autres États membres s'efforcent d'améliorer leur système par la publication des informations sur le site web de leurs régulateurs nationaux des marchés des valeurs mobilières.

La directive proposée garantirait que chaque État membre dispose d'un système assurant la diffusion de l'information sur un émetteur donné par une source unique. Celle-ci pourrait être également le site Internet de l'émetteur, qui serait équipé d'un système d'alerte électronique efficace. Toutefois, cela n'offre pas de solution quant à la manière de connecter les systèmes nationaux dans toute l'Union ou dans un maximum d'États membres. Ce sont les régulateurs nationaux des marchés des valeurs mobilières qui devront dresser l'inventaire de l'information financière pour laquelle des solutions au niveau de l'Union devront être trouvées sur la base d'orientations. Ces orientations pourraient utilement être arrêtées en tant que mesures de niveau 3 selon le processus Lamfalussy et devraient viser à mettre en place des réseaux électroniques auxquels les investisseurs de toute l'Europe auraient accès en temps réel. Tout système conduisant à des solutions de type "**guichet unique**" dans tous les États membres ou dans plusieurs d'entre eux ou un système de **reconnaissance mutuelle** des moyens que chaque État membre a agréés au niveau national devrait, à ce stade, relever des régulateurs nationaux. Cette approche non contraignante devrait aboutir à des solutions pratiques conçues pour servir les intérêts des investisseurs. Pour le 31 décembre 2006, la Commission examinera la manière dont ces mesures fonctionnent dans la pratique et, au besoin, proposera une législation de niveau 2.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 18 proposé.

### 3.3. Développements aux USA

La législation américaine sur la transparence définit le cadre des marchés des capitaux les plus importants au monde. Les marchés américains des valeurs mobilières représentent environ 60 % de la capitalisation boursière mondiale, soit le double des marchés européens (30 %). La faillite de sociétés américaines comme Enron et Worldcom a encore alimenté le débat en Europe. La loi Sarbanes-Oxley adoptée en juillet 2002 a conduit à la plus profonde réforme de la législation américaine sur les marchés des valeurs mobilières de ces dernières décennies.

---

<sup>10</sup> EDGAR est l'acronyme de Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System, qui a été créé en 1993.

Elle s'accompagne aussi de mesures<sup>11</sup> prises par la US Securities Exchange Commission (SEC) qui renforcent encore la protection des investisseurs: les administrateurs (et leurs directeurs financiers) doivent certifier, pour chaque rapport financier trimestriel ou annuel à paraître, qu'il ne contient aucune fausse déclaration et qu'il donne une image fidèle de la situation financière de l'émetteur, et ils doivent en outre garantir l'existence d'un système de contrôle interne et le certifier. Il s'agit là de la réponse législative donnée aux nombreuses accusations de manipulation des états financiers, voire de fraude. Cette exigence de certification s'appliquera également aux émetteurs de valeurs mobilières étrangers. En outre, les sociétés américaines dont le volume d'actions placées dans le public est de 75 millions d'USD ou plus et qui sont soumises au contrôle de la SEC depuis au moins 12 mois devront présenter leurs rapports trimestriel et annuel dans un délai plus court<sup>12</sup> et les publier sur Internet.

Ces mesures ne concernent pas seulement les sociétés européennes qui sont cotées également sur les marchés des valeurs mobilières américains. Elles constituent une référence par rapport à laquelle la législation communautaire doit se situer pour promouvoir les marchés des capitaux européens au niveau international. La proposition de la Commission apporte une réponse en la matière: tout d'abord, elle révisé les obligations en matière d'information financière annuelle et intermédiaire (voir sections 4.2. à 4.4. ci-après). Ensuite, et selon les mêmes principes que dans la future directive sur le prospectus, la Commission propose que les États membres mettent en place des règles appropriées pour identifier les personnes et organes responsables dans la société et pour définir leurs responsabilités en cas d'information fautive (pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 7 dans la section 5).

#### **4. ÉLÉMENTS CLES D'UNE REFORME DES OBLIGATIONS DE PUBLICITE**

##### **4.1. Protection des investisseurs au niveau de la Communauté et élimination des barrières nationales**

###### *4.1.1. Trouver un équilibre entre les émetteurs et les investisseurs*

Les obligations de transparence proposées s'inscrivent dans le contexte d'un marché des capitaux européen intégré. Elles ne devraient pas avoir uniquement pour effet de protéger les investisseurs et de renforcer l'efficacité du marché. Des obligations accrues dans toute l'Union européenne devraient réduire le nombre de barrières nationales auxquelles se heurtent les émetteurs qui veulent accéder à des marchés réglementés dans des États membres autres que leur État membre d'origine. Établir un lien entre une élimination effective de ces barrières et une protection appropriée des investisseurs au niveau communautaire est une méthode qui a souvent fait ses preuves en matière d'intégration des marchés financiers, et cela devrait être la voie à suivre à l'avenir également.

Cela implique un degré élevé d'harmonisation - plutôt qu'une harmonisation totale -, l'État membre d'origine de l'émetteur pouvant continuer à imposer des obligations plus strictes en

---

<sup>11</sup> Décision de la SEC du 27 août 2002.

<sup>12</sup> Actuellement, tous les émetteurs américains de valeurs mobilières domestiques sont tenus de publier leur rapport financier annuel (form 10-K) dans les 90 jours suivant la clôture de l'exercice. Ce délai serait raccourci pour les sociétés concernées sur une période de deux ans (dans les 75 jours suivant la clôture de l'exercice se terminant en 2003 et ensuite dans les 60 jours pour les exercices suivants). Le rapport financier trimestriel (form 10-Q) doit être publié dans les 45 jours. Pour les sociétés concernées par ces nouvelles règles, ces délais seraient ramenés à 40 jours à partir de 2005 et à 35 jours à partir de 2006.

matière de publicité périodique et continue. Toutefois, les autres États membres dans lesquels les émetteurs souhaitent également lever des capitaux par le biais de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé ne devraient pas être autorisés à faire de même. Sinon, les sociétés souhaitant être cotées dans plusieurs États membres seraient certainement découragées par l'existence d'obligations nationales divergentes en matière de publicité.

Cet équilibre entre la protection des investisseurs et l'élimination des barrières nationales auxquelles se heurtent les émetteurs répond à des préoccupations et à des souhaits exprimés lors des deux consultations. D'une part, les investisseurs de certains États membres et de pays tiers ont considéré que la bonne méthode serait de réaliser une harmonisation totale dans toute l'Union européenne. D'autre part, les émetteurs de valeurs mobilières et les acteurs du marché ont plaidé pour que les États membres conservent un certain pouvoir discrétionnaire.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 3 dans la section 5.

#### *4.1.2. Système de dépôt dans l'État membre d'origine*

Afin de renforcer la confiance des investisseurs, l'État membre d'origine serait chargé de faire respecter les obligations de publicité communautaires par un système qui obligerait les sociétés à déposer leurs informations auprès du régulateur national du marché des valeurs mobilières. Lors des deux consultations, des investisseurs, des régulateurs nationaux et des bourses ont soutenu cette idée, pour autant qu'une délégation aux opérateurs des marchés réglementés reste possible. En revanche, les acteurs du marché et les émetteurs ont demandé des précisions supplémentaires sur l'objectif exact d'un tel système de dépôt..

La **fonction de dépositaire** que le régulateur national du marché des valeurs mobilières (ou l'opérateur d'un marché réglementé auquel cette fonction pourrait être déléguée) devrait donc assumer se présenterait comme suit: le dépôt à la date de la publication effective garantirait par exemple le respect des délais de publicité obligatoires. Le système de dépôt proposé n'impliquerait pas nécessairement un contrôle de l'information pour vérifier si elle est complète, exacte et compréhensible. En revanche, l'autorité de surveillance de l'État membre d'origine devrait, au minimum, avoir le droit de réagir en cas de non-respect des obligations de publicité.

La fonction de dépositaire de l'autorité compétente n'impliquerait pas que celle-ci se charge également de rendre publiques en temps réel les informations déposées. Chaque autorité compétente serait libre de décider si elle souhaite ou non offrir ce service. Si elle le souhaite, une telle **fonction de publication** devrait couvrir toute l'information continue et périodique que l'émetteur serait tenu de publier en vertu de la présente directive et de la directive sur les abus de marché. Ainsi, le régulateur national serait également tenu d'offrir une source d'information unique concernant un émetteur donné.

Pour de plus amples explications, voir les commentaires des articles 15, 17 et 20 dans la section 5.

#### *4.1.3. Détermination de l'État membre d'origine*

Selon le droit communautaire en vigueur, l'État membre d'origine de l'émetteur est l'État membre à la loi duquel il est soumis<sup>13</sup>. Lors des deux consultations, certains acteurs du

---

<sup>13</sup> Articles 105 et 11 de la directive 2001/34/CE.

marché ont exprimé une préférence pour un libre choix de l'État membre d'origine par les émetteurs, du moins dans certains cas. La solution proposée par la Commission suit, dans la mesure du possible, la solution retenue par le Conseil le 5 novembre 2002 dans le contexte de proposition de directive sur le prospectus.

– Cohérence nécessaire avec la future directive sur le prospectus

Les obligations de publicité pour les marchés secondaires et la surveillance efficace des émetteurs à cet égard ne devraient pas incomber, en principe, à des États membres autres que ceux qui sont responsables de l'approbation du prospectus - **première règle**. Sinon, les effets positifs du passeport européen pour la publication du prospectus pourraient être remis en question, en particulier en ce qui concerne l'usage des langues. La publication d'un rapport financier annuel en vertu de la présente proposition et d'une information annuelle dans le cadre du prospectus est un autre exemple qui illustre **le besoin de cohérence**. Si, par exemple, l'État membre d'origine était l'État dans lequel les valeurs mobilières de l'émetteur sont principalement négociées sur un marché réglementé, les avantages qu'offre la future directive sur le prospectus seraient réduits à néant par le biais de la présente proposition.

– Cohérence nécessaire au-delà de la directive sur le prospectus

Toutefois, la solution retenue dans la future directive sur le prospectus ne peut être simplement copiée. L'exemple d'un émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'État membre A mais qui émet des titres de créance uniquement dans l'État membre B illustre le problème. Si l'on copiait la solution retenue dans la directive sur le prospectus, on obtiendrait deux États membres d'origine pour un même émetteur: un pour les actions et l'autre pour les titres de créance. L'existence de plusieurs États membres d'origine empêcherait cependant une surveillance efficace dans toute l'Europe et aurait en plus pour effet que les émetteurs devraient respecter plusieurs jeux d'obligations nationales allant au-delà des obligations communautaires prévues dans la présente proposition.

En conclusion, il existe un **besoin de cohérence** et de coordination **au-delà de la future directive sur le prospectus**. La seule façon d'assurer cette cohérence consiste - **et c'est la deuxième règle** - à déterminer l'État membre d'origine non pas en fonction du type de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé, mais en fonction de l'émetteur. Ainsi, la société qui émet à la fois des actions et des obligations n'aurait pas deux États membres d'origine, mais un seul. Il en irait de même pour les émetteurs de différentes catégories de valeurs mobilières; si un émetteur émet des obligations tant d'un montant unitaire supérieur à 50 000 euros que d'un montant unitaire inférieur à 50 000 euros, il ne peut y avoir qu'un seul État membre d'origine. **En bref, l'État membre d'origine serait déterminé non pas en fonction du type de valeurs mobilières, mais en fonction de l'émetteur.**

– Critères pour l'établissement d'un lien entre l'émetteur et l'État membre d'origine

L'État membre d'origine devrait être le pays où, selon le type de valeur mobilière, le niveau le plus élevé de protection des investisseurs doit être assuré. La présente proposition prévoit en effet des exigences de transparence plus strictes pour les émetteurs d'actions que pour les émetteurs d'obligations (par exemple information financière trimestrielle, mais aussi divulgation de la structure du capital en cas de modification de participations importantes, etc.). Si l'on considère ensemble la future directive sur le prospectus et la présente proposition, les émetteurs d'actions et les émetteurs d'obligations non réservées aux marchés

de gros sont soumis à des obligations de publicité plus importantes visant à assurer une meilleure protection des investisseurs. Les principes fixés pour la détermination de l'État membre d'origine pour de telles valeurs mobilières devraient donc s'appliquer à leur émetteur même s'il émet également des obligations destinées aux marchés de gros.

- Comment traiter les émetteurs d'obligations uniquement, qui peuvent choisir leur État membre d'origine?

Un cas particulier est celui des émetteurs de titres de créance d'une valeur nominale élevée uniquement (selon la future position commune du Conseil, titres dont la valeur nominale unitaire est égale ou supérieure à 5 000 euros) qui, en vertu de la future directive sur le prospectus, pourront choisir entre plusieurs États membres. Cette possibilité de choisir l'État membre d'origine ne devrait en principe pas être retirée. Toutefois, l'accent mis sur la protection des investisseurs et l'efficacité du marché dans la présente proposition se traduit par des exigences de publicité continue et périodique, c'est-à-dire par la surveillance du respect des exigences de transparence pendant un certain temps. Par conséquent, ces émetteurs de titres de créance devraient avoir le choix, mais ne devraient pouvoir modifier ce choix qu'après un certain temps. La durée de trois ans proposée serait cohérente par rapport à l'obligation qui est et qui sera faite aux émetteurs d'avoir publié ou déposé leurs comptes annuels relatifs aux trois exercices précédant la demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé<sup>14</sup>.

- Extension de l'approche en vue de déterminer également un État membre d'origine en ce qui concerne la publicité de l'information ponctuelle en vertu de la directive sur les abus de marché

Il n'y a pas de doute que la directive sur les abus de marché autorise chaque État membre à intervenir en cas d'opérations d'initiés sur ses marchés réglementés. Toutefois, ladite directive ne précise pas dans quel État membre un émetteur doit publier son information ni dans quelle langue. La solution ne peut être que l'émetteur devrait simplement le faire dans toutes les langues des États membres dans lesquels ses valeurs sont négociées sur un marché réglementé et avec les moyens de diffusion prescrits dans chacun d'entre eux. La détermination de l'État membre d'origine conformément à la présente directive constituera un élément essentiel pour traiter ces deux questions. Étant donné que la présente initiative traite également de l'information continue, l'État membre d'origine devrait être le même.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 2, paragraphe 1, sous i), dans la section 5.

## **4.2. Information périodique: le rapport financier annuel**

### *4.2.1. Un rapport financier annuel*

Lors des deux consultations, toutes les parties concernées ont approuvé en principe l'introduction d'un document unique donnant toutes les informations relatives à un exercice donné intitulé "rapport financier annuel", et le principe d'un délai dans lequel ce rapport doit être publié. Les émetteurs ont demandé des éclaircissements sur le statut de ce document. D'une part, le rapport financier annuel ne doit pas être la version finale approuvée par les actionnaires lors de l'assemblée générale annuelle. D'autre part, il ne doit pas donner une

---

<sup>14</sup> Voir actuellement l'article 44 de la directive 2001/34/CE qui ne sera pas modifié par la future directive sur le prospectus.

information limitée sur la base du bilan abrégé autorisé pour les PME en vertu de l'article 47, paragraphe 2, de la quatrième directive de droit des sociétés, ni une information préliminaire pour les marchés financiers qui n'a pas encore été auditée.

Le rapport financier annuel doit constituer une source complète d'information financière, comprenant les états financiers et un rapport de gestion. Il doit représenter une information fiable approuvée par les personnes ou les organes responsables de l'émetteur (conseil d'administration, et dans les pays à structure dualiste, également le conseil de surveillance). Il doit également faire l'objet d'un rapport d'audit.

#### *4.2.2. Trois mois pour publier le rapport financier annuel*

En vertu du droit communautaire existant, les sociétés faisant appel public à l'épargne doivent mettre à la disposition du public, aussi rapidement que possible, leurs comptes annuels les plus récents et leurs derniers rapports annuels, conformément aux normes fixées par les directives de droit des sociétés. Toutefois, les délais fixés pour la publication de l'information financière annuelle varie d'un État membre à l'autre. Dans certains, les émetteurs ont déjà un délai pour la publication des résultats finals de l'exercice<sup>15</sup>, alors que dans d'autres, une information rapide des marchés des valeurs mobilières est assurée par la publication de résultats annuels préliminaires ou abrégés<sup>16</sup> ou par un rapport intermédiaire supplémentaire à la fin de l'exercice<sup>17</sup>. En effet, la législation communautaire ne reconnaît pas les rapports annuels en tant qu'instrument destiné au marché des capitaux. L'introduction d'un délai maximum de publication permettrait aux investisseurs de suivre les résultats d'une société dans tous les États membres.

Le délai final pour la publication du rapport financier annuel devrait être de **trois mois**. À la lumière des avis exprimés en réponse à la consultation, la Commission estime que c'est la meilleure solution. Initialement, ses services avaient proposé au public un délai de deux mois. Dans la seconde consultation, elle avait proposé un délai de trois mois, à condition qu'un rapport intermédiaire pour le dernier trimestre de l'exercice ait précédemment été publié. Toutefois, cette idée d'un quatrième rapport trimestriel a été abandonnée pour ne pas imposer aux entreprises une charge disproportionnée dans le souci de combler le fossé entre le dernier rapport intermédiaire (l'information trimestrielle à publier au plus tard en novembre) et le rapport financier annuel (à publier au plus tard à la fin du mois de mars). Des délais plus longs exposeraient le public à une longue période d'incertitude et accroîtraient considérablement le risque de divulgation sélective entre certains émetteurs et analystes. Un délai de quatre mois comporterait le risque que les sociétés faisant appel public à l'épargne pourraient souhaiter "toiletter les résultats", étant donné que le rapport financier annuel devrait seulement être publié à un moment où l'information financière trimestrielle proposée relative à l'exercice suivant serait déjà rédigée et publiée.

---

<sup>15</sup> Comme en Allemagne, où le conseil d'administration est tenu de produire un rapport dans les trois mois (le code allemand sur le gouvernement d'entreprise exige même une publication dans un délai de trois mois), ou en France, où la publication doit avoir lieu dans les quatre mois, sauf en ce qui concerne les sociétés admises à la cote officielle qui envisagent de publier un prospectus et qui sont tenues de publier leurs états financiers dans un délai de trois mois.

<sup>16</sup> Sous forme de comptes préliminaires, comme en Belgique (trois mois), au Danemark (trois mois), en Suède (deux mois), en Finlande (trois mois) ou au Royaume-Uni (quatre mois - bien que le ministère du commerce et de l'industrie ait proposé, dans un Livre blanc de juillet 2002, de rendre obligatoire la publication des états financiers annuels et des rapports dans un délai de quatre mois).

<sup>17</sup> Soit un quatrième rapport trimestriel (Italie), soit un second rapport semestriel (Espagne).

Pour de plus amples explications (concernant notamment les arrangements transitoires), voir le commentaire des articles 5 et 26 dans la section 5.

#### **4.3. Information financière trimestrielle/rapports financiers semestriels pour les émetteurs d'actions**

La Commission estime qu'une combinaison d'information financière trimestrielle moins exigeante et de rapport financier semestriel plus détaillé est la voie à suivre à ce stade. Il n'existe pas d'indication qu'une telle approche combinatoire aura pour effet d'accroître la volatilité sur les marchés d'actions. Cette combinaison d'informations est centrée sur des faits historiques et sur des tendances avérées, et ne donnera pas lieu, de son fait, au développement d'une gestion à court terme. Une approche à court terme peut, entre autre, être provoquée par les entreprises qui diffusent des prévisions auprès des analystes, ou qui promettent des croissances de résultats par action (pilotage de résultats ou de consensus). Cela ne recouvre ni l'intention, ni l'essence de la proposition de la Commission. Aux États-Unis, où cette pratique est largement utilisée, des voix critiques<sup>18</sup> ont déjà invité les opérateurs de marché à cesser celle-ci.

##### *4.3.1. Rapport financier semestriel après les six premier mois de l'exercice*

Le rapport financier semestriel qui est actuellement requis en droit communautaire va être renforcé en un rapport intermédiaire composé d'une version résumée des états financiers devant être établie suivant la norme IAS 34 et d'un rapport de gestion sur les activités de la société. Le rapport de gestion doit seulement contenir une mise à jour des informations contenues dans le rapport annuel tel que requis dans les 4<sup>ème</sup> et 7<sup>ème</sup> directives en matière de droit des sociétés. En phase avec la norme IAS 34, le rapport financier semestriel devrait être publié au plus tard deux mois après la fin de la période concernée (en remplacement des quatre mois autorisés aujourd'hui).

Au cours des consultations, certains émetteurs ont perçu le principe d'un rapport de gestion intérimaire comme une obligation reproduisant seulement sur une période de six mois ce qui est déjà requis sur une base annuelle en droit national. Cette supposition n'est pas fondée. Ce que propose la Commission constitue simplement une mise à jour, et non pas une nouvelle mouture du dernier rapport annuel de gestion. Les détails d'une telle mise à jour doivent être établis sous la forme de mesures d'exécution à adopter selon les règles en matière de comitologie.

Une inquiétude majeure exprimée par les émetteurs lors des consultations concernent la première application de ces mesures avec l'entrée en vigueur des normes IAS au cours de l'année 2005. Afin de faciliter la première application de ce système, la Commission propose de permettre aux États membres d'exempter les émetteurs de valeurs mobilières du rapport financier semestriel établi conformément à la norme IAS correspondante pour l'année 2005. En conséquence, le premier document qu'un émetteur devrait préparer en conformité avec les normes comptables internationales serait à l'occasion du premier rapport financier annuel suivant l'exercice débutant en 2005. Par ailleurs, les exemptions prévues pour certains émetteurs qui peuvent commencer à mettre en application les normes IAS plus tardivement (en 2007), sont prises en comptes.

Pour plus de détails, voir aussi les explications données pour les articles 5 et 26.

---

<sup>18</sup> Voir le rapport du conseil d'administration de la conférence du 9 janvier 2003, commission sur la confiance publique et entreprise privée, constatations et recommandations

#### 4.3.2. *Information financière trimestrielle*

Actuellement, le droit communautaire impose uniquement la publication d'un rapport semestriel sur les pertes et profits d'une société pendant les six premiers mois de chaque exercice. Toutefois, dix États membres ont déjà des exigences plus strictes. Cela montre que les obligations de publicité de la Communauté sont en retard, qu'elles ne reflètent plus la meilleure pratique et qu'elles sont manifestement obsolètes.

– Pourquoi passer à une fréquence trimestrielle pour les rapports intermédiaires?

Huit États membres (AUT, BE, ES, FR, FIN, GR, IT, PO) ont rendu obligatoire une fréquence trimestrielle pour les rapports intermédiaires ou l'information intermédiaire sur tous les marchés réglementés ou sur certains d'entre eux. Deux États membres imposent des rapports trimestriels aux jeunes sociétés qui existent depuis moins de trois ans (LUX, RU) et pour les entreprises d'investissement qui détiennent des participations minoritaires stratégiques dans d'autres sociétés (RU). Dans deux autres États membres (DE et SU<sup>19</sup>), les règles de la bourse ont introduit de facto des rapports trimestriels, et dans un troisième État membre (NL), les règles de la bourse feront de même<sup>20</sup>. Une fois mise en place, personne n'est jamais revenu vers un système limité seulement à des rapports semestriels.

Sur 6 000 sociétés européennes faisant appel public à l'épargne, environ 1 100<sup>21</sup> établissent des rapports intermédiaires trimestriels suivant des normes internationales de haut niveau pour chaque rapport trimestriel (principes et méthodes comptables nationales, internationales et américaines), et beaucoup plus de sociétés faisant appel public à l'épargne publient au moins des informations trimestrielles. Bien qu'elles soient minoritaires parmi toutes les sociétés européennes faisant appel public à l'épargne, les sociétés européennes établissant des rapports financiers trimestriels dominent les indices d'actions des grands États membres (DAX, MIB, l'IBEX, CAC, ainsi que le segment techMark du LSE).

De plus, il est indéniable que les marchés des valeurs mobilières européens dépendent dans une très large mesure des marchés des valeurs mobilières américains, où des rapports financiers trimestriels sont obligatoires depuis 1946. Les marchés américains représentent environ 60 % de la capitalisation boursière mondiale, les marchés européens ne représentant que 30 %. Les tendances qui se manifestent sur les marchés européens dépendent étroitement des développements qui se produisent sur les marchés américains. De nombreuses sociétés européennes faisant appel public à l'épargne qui émettent des doutes concernant les rapports trimestriels doivent être conscientes que les tendances qui se manifestent sur les marchés américains influencent fortement les développements que l'on constate sur les marchés européens des valeurs mobilières, plus que les résultats des sociétés européennes. L'introduction d'une information financière trimestrielle devrait faire partie intégrante de nos efforts visant à persuader les investisseurs internationaux de diversifier davantage leurs investissements sur les marchés financiers mondiaux.

La fourniture d'une information financière trimestrielle au public offre aux émetteurs la possibilité d'améliorer leurs performances boursières. Toutefois, si c'était là l'unique argument

---

<sup>19</sup> En vertu des règles de la Deutsche Börse pour toutes les sociétés du DAX et du M-DAX (à partir de 2003, cela devrait être la règle pour toutes les sociétés cotées dans le nouveau premier segment) et pour les sociétés négociées sur le Neuer Markt et en vertu des règles du Stockholm Stock Exchange.

<sup>20</sup> En vertu des règles Euronext pour les segments Next Economy et Next Prime à partir du 1er janvier 2004.

<sup>21</sup> Selon les données de 2002 de Bloomberg.



en faveur de cette information, on pourrait laisser les sociétés le faire sur une base volontaire. Mais au-delà de cette raison, une information financière trimestrielle obligatoire devrait assurer une meilleure protection des investisseurs, car il est vraisemblable qu'ils suivront de plus près l'endettement des sociétés faisant appel public à l'épargne. Dans les États membres, l'endettement des sociétés par rapport au PIB a fortement augmenté au cours des dernières années<sup>22</sup>. De plus, la disponibilité d'une information plus structurée et plus fiable sur un exercice financier accroîtrait l'efficacité du marché et la concurrence, puisque les capitaux seraient alloués aux sociétés les plus performantes. Les sociétés pourraient en outre être jugées sur la base d'informations publiques immédiatement comparables, et les investisseurs ne seraient plus obligés de s'en remettre aux prévisions des analystes financiers. Aucune donnée d'expérience ne prouve l'existence d'un lien entre l'information financière trimestrielle obligatoire et une volatilité accrue des marchés boursiers.

– Résultat de la consultation

Lors des deux consultations, la fréquence trimestrielle des rapports intermédiaires a divisé les émetteurs et les investisseurs en particulier. Il y a lieu de noter qu'une minorité de sociétés qui ne sont pas encore soumises à l'obligation de rapports trimestriels sont favorables à son principe, alors qu'une minorité d'investisseurs ont mis leur utilité en doute.

Certains émetteurs qui ne font pas encore rapport trimestriellement craignent que cette fréquence ne compromette leur stratégie d'investissement à long terme - un avis que ne partageaient pas les sociétés établissant déjà des rapports trimestriels. La Commission considère elle aussi que cette crainte n'est pas justifiée. Au contraire, les sociétés faisant appel public à l'épargne qui n'établissent pas de rapports trimestriels seront essentiellement tirées par d'autres forces de marché, même si le renforcement de la confiance des investisseurs aura peut-être pour effet d'améliorer les résultats. De nombreuses sociétés ont proposé de laisser la question des rapports trimestriels à l'appréciation de chaque société. Toutefois, la Commission estime que vu l'importance croissante que revêt le gouvernement d'entreprise, les règles de transparence ne devraient plus laisser aux sociétés la possibilité de choisir d'adhérer ou non au principe de la transparence.

Certaines parties ont estimé que la divulgation ponctuelle d'informations pouvant influencer sur les cours (publicité ponctuelle) serait beaucoup plus adaptée aux besoins d'information des investisseurs. Toutefois, les rapports périodiques et la publication ponctuelle des informations privilégiées (en vertu de la directive sur les abus de marché) sont d'autres façons d'informer le public et non pas des substituts. La publication ponctuelle des informations privilégiées est laissée à la discrétion de l'émetteur, ce qui revient à dire que l'on considère comme légitime (et c'est une pratique très répandue) de ne pas divulguer les chiffres consolidés voire même les comptes internes généralement établis à l'intérieur des sociétés. Au contraire, les obligations de publicité périodique imposées par la législation ou les règles boursières confèrent aux investisseurs le droit de recevoir des informations normalisées et donc comparables (tels que le résultat avant et après impôt) de la part des émetteurs. Les avantages pour les investisseurs sont différents selon que ceux-ci sont situés en Europe ou dans un pays tiers.

Les investisseurs qui sont situés dans le pays où les titres de l'émetteur sont admis à la négociation sur un marché réglementé ont moins besoin d'informations standardisées publiées à une date fixée à l'avance. En revanche, pour les investisseurs situés à l'étranger, plus les

---

<sup>22</sup> Voir en particulier le rapport récent du Conseil des marchés financiers de décembre 2002 intitulé "L'augmentation de la volatilité du marché des actions".

délais de publication sont standardisés, plus il leur est facile d'accéder à l'information. Une publication trimestrielle présente donc de grands avantages pour les investisseurs.

Certaines bourses (mais pas la majorité d'entre elles) ont également proposé de laisser cette question à l'appréciation des opérateurs des marchés réglementés. Toutefois, la publication de rapports trimestriels est un facteur de qualité reconnu au niveau mondial, et les différences réelles entre les bourses concernent uniquement certaines modalités techniques, comme la forme et les délais fixés pour cette publication. De plus, dix États membres ont déjà pris une initiative législative en ce sens. Il est difficilement concevable que les États membres admettraient les valeurs mobilières d'un émetteur sur leurs marchés réglementés, ou que les investisseurs de ces pays s'intéresseraient à un tel émetteur, si celui-ci ne fournit pas d'informations financières trimestrielles fiables. Si la Communauté ne s'occupait pas de cette question, il en résulterait non pas une intégration, mais une fragmentation des marchés réglementés.

Dans leur second document de consultation, les services de la Commission ont également lancé l'idée d'un régime différent pour les petits émetteurs sur la base de leur chiffre d'affaires annuel. Certains ont estimé qu'un régime pour les PME devrait plutôt être fondé sur la capitalisation boursière. Certaines bourses de valeurs étaient même favorables à une exemption totale, dont le champ d'application pourrait être défini par les investisseurs, les contrôleurs des comptes et les experts comptables. Toutefois, les investisseurs institutionnels et les petits investisseurs, les contrôleurs des comptes et les experts comptables ont exprimé un avis négatif: le profil gain/risque des PME, et en particulier des start-up, ne justifiait pas l'instauration d'un régime particulier.

Il convient, en effet, de garder à l'esprit que les sociétés cotées ne sont pas des micro-entreprises, au regard de leur taille, de leur activité ou de leur capitalisation boursière. En outre, leur fonctionnement repose sur un capital reçu du public, à savoir des investisseurs institutionnels ou des petits investisseurs. Par ailleurs, un système de comptabilité interne fiable est essentiel à la crédibilité et à la compétitivité des PME.

D'une manière générale, les marchés des capitaux considèrent les investissements dans les PME comme risqués. Ce message ressort clairement des consultations effectuées par la Commission. La fourniture d'informations fiables sur une base trimestrielle présenterait donc des avantages très nets pour les PME, dans la mesure où elle contribuerait à renforcer la confiance des marchés et des investisseurs. Ce pourrait être particulièrement vrai dans le cas des investisseurs transfrontaliers. En France, par exemple, les statistiques montrent qu'un investisseur non résident ne conserve, en moyenne, ses actions que pour une période de cinq mois (contre onze mois pour un investisseur résident)<sup>23</sup>.

– *La solution proposée: une information financière trimestrielle*

La Commission présente un système que beaucoup de participants aux consultations ont mis en avant: une information financière trimestrielle comprenant les données clés exigées actuellement par le droit communautaire pour les rapports semestriels (chiffre d'affaires net et résultat avant ou après impôt), accompagnée d'une information prospective sur le développement futur de la société. Une telle information devrait permettre aux investisseurs non seulement de juger sur la base des résultats obtenus, mais aussi de tenir dûment compte

---

<sup>23</sup> Banque de France, Bulletin de la Banque de France n° 106 d'octobre 2002 concernant la durée de détention des actions entre juin 2001 et juin 2002.

de la stratégie à long terme poursuivie par l'émetteur. Il ne peut être ignoré qu'il existe une demande pour des informations concernant les performances futures d'une société. Cependant, il n'est pas d'un intérêt public de promouvoir ce genre de 'pilotage de résultats ou de consensus' conduisant à des approches à court terme et une pression non justifiée de la part des analystes et des gestionnaires de fonds. À la place, une information sur les tendances peut permettre aux entreprises si ces entreprises le désirent, de mettre à jour leur vision de la stratégie de la société et du développement de ses activités. À ce stade, le délai maximum de publication ne devrait pas dépasser deux mois. Si les investisseurs souhaitent davantage d'informations détaillées ou la même information mais plus rapidement, les émetteurs et les opérateurs de marchés réglementés conserveraient la possibilité de trouver une réponse pour ces demandes.

La solution proposée ne ferait pas supporter de coûts importants aux sociétés, en particulier parce qu'elle n'exige pas l'établissement, sur une base trimestrielle, de tableaux de flux de trésorerie, ni n'implique de vérification ou de contrôle des comptes par un contrôleur légal. En outre, le choix est laissé aux émetteurs de publier une information sur leur résultat avant ou après impôt, de telle sorte qu'ils ne sont pas tenus de procéder à des estimations fiscales sur l'ensemble d'un exercice. Les chiffres relatifs au chiffre d'affaires et au résultat sont régulièrement tenus et actualisés à des fins d'exploitation (au moins tous les mois); par conséquent, l'information susmentionnée devrait être aisément disponible.

La publication trimestrielle d'une information sur le résultat offrira un outil de mesure, dans tous les rapports périodiques, d'éventuelles pratiques comptables frauduleuses. Cependant, elle ne permettra pas, en elle-même, de combattre de telles pratiques au sein des sociétés. D'autres mesures ont été suggérées dans le rapport final du groupe de haut niveau d'experts en droit des sociétés<sup>24</sup>. La Commission entend y donner suite dans les mois à venir, dans un plan d'action sur le gouvernement d'entreprise et dans une communication sur le contrôle légal des comptes.

L'information sur le résultat avant ou après impôt (outre l'information sur le chiffre d'affaires) est essentielle aux investisseurs. Elle fournit, en effet, un éclairage fiable sur la situation et la santé financières de toute société faisant appel public à l'épargne. En tant que telle, la publication du chiffre d'affaires net ne suffit pas, parce qu'elle ne permet pas d'évaluer l'endettement de la société considérée.

La solution proposée ne suit pas les normes nationales les plus strictes aujourd'hui en vigueur en matière d'information trimestrielle. À l'heure actuelle, en Grèce, au Royaume-Uni, au Luxembourg et au Portugal, les rapports trimestriels obligatoires doivent non seulement indiquer le chiffre d'affaires net et le résultat avant ou après impôt, mais aussi inclure un état financier comprenant un tableau des flux de trésorerie ainsi qu'un rapport de gestion. Les règles boursières appliquées en Autriche (bourse de Vienne), en Allemagne (Deutsche Börse), en Finlande (bourse d'Helsinki) et en Suède (bourse de Stockholm) exigent également l'établissement de tels états financiers sur une base trimestrielle. En 2004, Euronext introduira les mêmes exigences de haut niveau, qui concerneront les sociétés cotées en France, en Belgique et aux Pays-Bas. La France exige déjà la publication d'une information trimestrielle sur le chiffre d'affaires, mais non sur le résultat. La proposition de la Commission ne vise pas à adapter l'acquis actuel aux normes internationales les plus élevées, mais simplement à combler ce qui constitue un fossé important entre les 1 100 sociétés qui, en Europe, sont

---

<sup>24</sup> Rapport du 4 novembre 2002.

tenues de se conformer auxdites normes avec des délais de publication assez courts et les 4 900 autres sociétés.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 6 proposé dans la section 5

#### **4.4. Rapports financiers semestriels uniquement pour les émetteurs de valeurs mobilières autres que des actions**

En vertu du droit communautaire actuel, les émetteurs de titres de créance uniquement ne sont pas tenus de publier des rapports intermédiaires. Cela devrait changer. Il faudrait exiger un rapport semestriel, dont le contenu devrait correspondre à celui exigé des émetteurs d'actions. En effet, il ne faut pas perdre de vue que l'insolvabilité d'une société peut léser ses créanciers obligataires tout autant que ses actionnaires. Par conséquent, une action est nécessaire pour protéger les personnes qui investissent dans ces titres de créance et pour maintenir des conditions de jeu égales pour les émetteurs d'actions et pour les émetteurs d'obligations. Conformément aux souhaits largement exprimés lors des deux consultations, il est proposé d'imposer des obligations moins strictes aux émetteurs de titres de créance. Il ne faudrait pas imposer de rapport financier semestriel aux sociétés qui n'émettent que des titres de créance d'une valeur unitaire élevée, en particulier aux émetteurs d'euro-obligations. Le besoin de protection n'est pas le même, pour les raisons exposées dans la proposition modifiée de la Commission concernant la directive sur le prospectus.

Lors des deux consultations, certains répondants ont estimé que le système actuel de publicité des informations susceptibles d'influer sur les cours étaient suffisantes pour protéger les investisseurs. La Commission ne partage pas ce point de vue, pas plus que dans le cas de l'information financière trimestrielle pour les émetteurs d'actions. Des rapports financiers semestriels représentent une information importante pour les marchés des capitaux au-delà des notations publiées par les agences spécialisées. Aux États-Unis, les émetteurs de titres de créance sont même tenus de publier des rapports financiers trimestriels. La Commission considère également comme injustifiées les demandes visant à exempter les filiales des rapports semestriels. Il ne faut pas perdre de vue que ces filiales agissent en qualité d'émetteurs de titres de créance sur les marchés réglementés et que les comptes consolidés de l'entreprise mère donnent des informations sur les résultats de cette entreprise mère dans son ensemble, mais pas sur les résultats de la filiale agissant en tant que véritable émetteur autonome de titres de créance.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire des articles 5 et 8 proposés dans la section 5.

#### **4.5. Publicité des modifications des participations importantes dans des émetteurs de valeurs mobilières**

##### *4.5.1. Davantage de seuils de publication pour intégrer davantage les marchés des valeurs mobilières européens*

Le droit communautaire actuel prévoit qu'une personne qui acquiert ou cède des actions de telle façon que sa participation dans une société faisant appel public à l'épargne atteint, dépasse ou tombe sous certains seuils informe la société, qui est alors tenue de rendre cette information publique. Ces seuils sont actuellement fixés à 10 %, 20 % et 1/3 (ou, au choix de l'État membre, à 25 % en lieu et place de ces deux derniers seuils), 50 % et 2/3 (ou, là aussi, au choix de l'État membre, à 75 % au lieu de 2/3). Ces seuils reflètent les divergences existant entre le droit des sociétés des États membres sur des questions telles que les seuils à atteindre

pour représenter une minorité de blocage à l'assemblée générale annuelle des actionnaires, pour pouvoir modifier les statuts de la société ou exercer des droits spéciaux, tels que la nomination de contrôleurs spéciaux, etc.

Douze États membres ont entre-temps introduit d'autres seuils. En effet, trois États membres seulement, (LUX, PO et SW) exigent un niveau de transparence qui continue à correspondre aux seuils communautaires fixés il y a 15 ans. Le Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CERVM) a lui aussi lancé un débat sur la révision des seuils communautaires<sup>25</sup> que la Commission a poursuivi dans ses propres consultations. Lors de celles-ci, les parties intéressées ont demandé une actualisation, voire une révision de ces obligations.

La Commission propose maintenant d'introduire un système de transparence échelonné commençant par un premier seuil de 5 %<sup>26</sup>, et continuant avec des sauts successifs de 5 % jusqu'à 30 % des droits de vote ou du capital ou des deux. Ce système refléterait non seulement l'influence réelle qu'un investisseur peut exercer sur une société faisant appel public à l'épargne, mais plus généralement l'intérêt majeur que revêtent pour lui les résultats, la stratégie commerciale et les gains de la société. Actuellement déjà, sept États membres appliquent au niveau national un tel régime de transparence davantage axé sur le marché des valeurs mobilières. Six d'entre eux (AUT<sup>27</sup>, DK, ES<sup>28</sup>, FIN, GR<sup>29</sup>, IT<sup>30</sup>, et UK<sup>31</sup>) ont introduit ce système par voie législative ou réglementaire, et le septième par le biais de recommandations de la bourse (SW). Un huitième État membre (NL<sup>32</sup>) est sur le point de suivre le même chemin. La proposition de la Commission harmoniserait la situation dans les États membres, tout en autorisant ceux qui le souhaitent à exiger la déclaration de la détention d'une participation à un stade antérieur (2 % en Italie et 3 % au Royaume-Uni) ou à des intervalles plus rapprochés. D'autres États membres peuvent également maintenir d'autres seuils au niveau national, comme 1/3 des droits de vote.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire des articles 9 et 10 proposés dans la section 5.

#### 4.5.2. *Raccourcissement des délais imposés aux actionnaires et aux émetteurs*

Un raccourcissement des délais de notification et de publication est également conforme aux souhaits exprimés lors de la consultation. Actuellement, l'actionnaire est tenu d'informer

---

<sup>25</sup> Document du CERVM intitulé "Measures to promote market integrity" - a follow-up to CESR paper on market abuse du 31 janvier 2002 (FESCO/01-052h du 31 janvier 2002)

<sup>26</sup> Ce seuil doit déjà être respecté dans 12 États membres (AUT, BE, DK, DE, ES, FIN, FR, GR, IRL, IT, NL, et RU).

<sup>27</sup> Les exigences de transparence commencent à 5 %, et continuent par sauts de 5 % jusqu'à ce que l'investisseur détienne 50 % des droits de vote.

<sup>28</sup> Les exigences de transparence commencent à 5 % et continuent à s'appliquer par sauts de 5 %.

<sup>29</sup> Pendant les 12 premiers mois de la négociation d'actions admises sur un marché réglementé, les modifications dans la détention d'actions doivent être déclarées à chaque saut de 1,5 %.

<sup>30</sup> Les exigences de transparence commencent à 2 % et continuent à s'appliquer chaque fois que la participation augmente ou diminue de plus de 5 %, 7,5 %, 10 %, puis à chaque saut supplémentaire de 5 %.

<sup>31</sup> Les exigences de transparence commencent à s'appliquer à 3 % et continuent à chaque augmentation ou diminution d'un point de pourcentage.

<sup>32</sup> Le ministre néerlandais des finances envisage de proposer une modification de la "Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen" de 1996, pour introduire de nouveaux seuils (5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 % et en cas de détention de plus de 25 %, obligation de notifier chaque transaction).

l'émetteur et l'autorité compétente dans un délai de sept jours civils, ou de 21 jours civils dans certains cas déterminés. Alors qu'elle avait envisagé au départ d'imposer un délai de cinq jours civils, la Commission propose maintenant un délai de **cinq jours ouvrables** pour les investisseurs et un délai de **trois jours ouvrables** pour les émetteurs qui disposent effectivement d'informations sur des acquisitions ou cessions de participations importantes pour rendre ces changements publics (voir également le commentaire de l'article 11 proposé dans la section 5).

#### *4.5.3. Transparence également concernant la détention de valeurs mobilières donnant accès aux actions*

L'influence peut être exercée directement sur des sociétés par le biais des actions, mais également indirectement par le biais d'instruments financiers conférant le droit d'acquérir ou de vendre des actions, comme les options, les warrants ou les obligations convertibles, lorsque la détention de ces instruments atteint des seuils importants. Lors des consultations, les répondants se sont déclarés favorables à l'idée d'inclure ces situations dans le champ d'application du système général de transparence. Toutefois, l'inclusion des options "call" et "put" ont suscité des réserves. En outre, une minorité d'entreprises d'investissement a demandé des seuils plus élevés que pour les investisseurs. Pour tenir compte de ces observations, la Commission propose la solution suivante.

Il faut éviter de vider de sa substance l'objectif général d'adopter une démarche davantage axée sur le marché des capitaux en prévoyant des exceptions en faveur des entreprises d'investissement. Les sociétés sont très intéressées à connaître les entreprises d'investissement qui acquièrent leurs actions et à savoir quelle est leur position, par exemple lors des assemblées générales. Grâce à cette obligation de notification, il serait donc plus facile pour les sociétés d'identifier leurs actionnaires ou les personnes agissant pour leur compte. Cela dit, en général, la Commission n'est pas opposée à l'idée d'autoriser les États membres à décider de fixer éventuellement à 10 % le premier seuil lorsque des entreprises d'investissement (mais aussi d'autres investisseurs) acquièrent uniquement des warrants couverts ou des obligations convertibles. La même règle de proportionnalité s'appliquerait aux usufruits d'actions. De plus, le régime de notification et de divulgation au public serait limité à certains instruments dérivés comme les options.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire de l'article 2, paragraphe 1, sous e), et de l'article 9 dans la section 5.

## **4.6. Information des détenteurs des valeurs mobilières dans les assemblées générales**

### *4.6.1. Pourquoi la présente proposition traite-t-elle de cette question?*

La question est déjà traitée par la législation communautaire sur les marchés des valeurs mobilières, pas par les directives de droit des sociétés<sup>33</sup>, et elle doit être modernisée d'une double façon.

Premièrement, l'utilisation de procurations devrait être facilitée. En autorisant les actionnaires à agir par le biais de procurations, on favoriserait leur participation aux assemblées générales. Cela serait particulièrement utile pour les actionnaires établis à l'étranger, qui ne sont pas dans

---

<sup>33</sup> Voir articles 65, 78 et 83 de la directive 2001/34/CE pour les émetteurs d'actions, d'obligations émises par une entreprise et d'obligations émises par un état ou ses collectivités publiques territoriales ou par un organisme international à caractère public.

la même situation que les investisseurs domestiques pour voyager et exercer leurs droits. Les réponses à la consultation étaient nettement favorables à ce qu'une mesure communautaire autorise le vote transfrontalier par procuration dans tous les États membres. Toutefois, la présente proposition traite uniquement de l'aspect transparence.

Deuxièmement, il faudrait faciliter l'utilisation de moyens électroniques. La possibilité d'autoriser la fourniture des informations par voie électronique est étroitement liée à la capacité de tous les États membres d'exploiter les avantages qu'offrent les technologies modernes d'information et de communication. La Commission propose que chaque société faisant appel public à l'épargne reçoive le soutien réglementaire nécessaire pour soumettre cette question importante à ses actionnaires qui décideraient des modalités de l'information en ligne lors d'une assemblée générale.

Pour de plus amples explications, voir le commentaire des articles 13 et 14 dans la section 5.

## **5. COMMENTAIRE DE CERTAINS ARTICLES**

Les exigences actuellement applicables en matière d'information sont fixées dans la directive 2001/34/CE<sup>34</sup>, qui codifie notamment des règles communautaires qui ont été en vigueur depuis plus de 20 ans (sur l'information financière annuelle et les assemblées générales d'actionnaires<sup>35</sup>), un peu moins de 20 ans (information financière intermédiaire<sup>36</sup>) et au moins 15 ans (publicité des acquisitions ou cessions de participations importantes<sup>37</sup>). Cette codification n'a cependant requis aucune modification des lois et réglementations des États membres.

### **5.1. Considérants**

Les considérants 19 à 24 rappellent les nouvelles modalités de la réglementation des marchés des valeurs mobilières (voir section 2.2).

### **5.2. Chapitre I: Dispositions générales**

#### *5.2.1. Objet et champ d'application*

L'exemption actuelle concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) est maintenue à l'article 1er, paragraphe 2, des exigences spécifiques étant fixées par ailleurs<sup>38</sup>. L'article 2, paragraphe 2, l'article 3, paragraphe 2, et l'article 85, paragraphe 3, de la directive 2001/34/ CE prévoient déjà cette exemption, en vertu de l'acquis.

---

<sup>34</sup> Directive 2001/34/CE du Parlement Européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (JO L 184 du 6.7.2001).

<sup>35</sup> Les articles 64 à 69 et 78 à 84 remplacent respectivement les anciens schémas C et D de la directive 79/279/CEE.

<sup>36</sup> Les articles 70 à 77 et 102 à 107 remplacent l'ancienne directive 82/121/ CEE.

<sup>37</sup> Ainsi, les articles 85 à 97 remplacent la directive 88/627/CEE.

<sup>38</sup> Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), modifiée en dernier lieu par les directives 2001/107/CE et 2001/108/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 (JO L 41 du 13.2.2002, p. 20 et 34 respectivement).

## 5.2.2. Article 2 - Définitions

### 5.2.2.1. Article 2, paragraphe 1

Point a): La définition des valeurs mobilières repose sur la solution arrêtée par le Conseil le 5 novembre, aux fins de sa position commune sur la future directive "prospectus". Elle exclut donc les instruments du marché monétaire, qui peuvent rester soumis à la législation nationale.

Point b): Une définition est nécessaire pour assurer que les émetteurs d'obligations convertibles ou échangeables ne soient pas tenus d'organiser des assemblées générales en vertu de l'article 14 tel que proposé. En revanche, la Commission juge inutile de définir les "titres de capitaux propres", ou même les "actions". Il est assurément nécessaire de distinguer les titres de capitaux propres des autres valeurs mobilières dans le cadre de la future directive "prospectus" pour ce qui concerne les instruments dérivés (par exemple, les obligations convertibles relèveraient de la définition des titres de capitaux propres, tandis que les obligations échangeables seraient traitées comme autres valeurs mobilières dans le cadre de la directive en question). Cela n'est en revanche pas utile dans le cas de la présente proposition. En effet, il est impossible qu'une société faisant appel public à l'épargne émette uniquement des instruments dérivés sur les marchés réglementés, et non pas les valeurs qui tiennent lieu de sous-jacent à ces titres (actions et titres de créance).

Point c): voir section 3.1.

Point d): la définition inclut l'éventail complet des émetteurs de valeurs mobilières, y compris les émetteurs d'emprunts souverains et d'obligations déterminées (comme les euro-obligations), pour lesquelles, cependant, de larges exemptions en matière d'information périodique sont prévues à l'article 8. Elle clarifie aussi le traitement des certificats représentatifs de valeurs mobilières, intégrant ainsi l'article 6, paragraphe 3, de la directive 2001/34/CE.

Point e): la définition des détenteurs de valeurs mobilières a été introduite afin de préciser à qui incombe la responsabilité de notifier à l'émetteur les variations des participations importantes, ainsi que de réaffirmer le droit à l'égalité de traitement dans les assemblées générales. Le point e) ii) s'inspire de l'article 92, point a), de la directive 2001/34/CE et couvre le cas où une banque assurant la garde de valeurs mobilières ou une entreprise d'investissement détient de telles valeurs en son propre nom, mais pour le compte de clients. Le point e) iii) clarifie la situation en ce qui concerne les certificats représentatifs de valeurs mobilières et intègre ainsi l'article 85, paragraphe 2, de la directive 2001/34/CE. Le point e) iv) étend la définition aux détenteurs d'instruments dérivés, comme les obligations convertibles ou échangeables (mais pas non aux options - voir également section 4.5.3 ci-dessus); cette extension est importante pour la publicité des variations des participations importantes.

Point f) et article 2, paragraphe 2: cette définition doit être lue dans le contexte de la notification aux émetteurs des variations des participations importantes. L'objectif général consiste à faire en sorte que l'entreprise mère soit tenue de notifier ses propres participations, mais aussi celles des entreprises qu'elle contrôle. La définition actuelle des entreprises contrôlées figurant à l'article 87 de la directive 2001/34/CE



devait être étendue de façon à prendre en considération les points de vue exprimés à la faveur de la deuxième consultation.

Point i): voir section 4.1.3. ci-dessus.

Point k): la définition de l'information réglementée présente une importance particulière pour les articles 15 à 17.

Point l): la définition de la voie électronique s'inspire celle contenue dans la directive 98/34/CE, telle que modifiée par la directive 98/48/CE<sup>39</sup> Elle ne comprend pas les communications hors ligne, comme la distribution de CD-ROM, ou les communications non électroniques, comme la téléphonie, la télécopie ou le télex. La Commission devrait être habilitée à clarifier la définition sur la base de ces principes.

### 5.2.3. *Article 3 - Intégration des marchés des valeurs mobilières*

L'acceptation de ces dispositions doit constituer le test de l'apport de la présente initiative à l'intégration de marchés des valeurs mobilières (voir section 4.1.1. ci-dessus).

Actuellement, l'article 8, paragraphe 2, de la directive 2001/34/CE permet à tout État membre d'introduire des exigences de publicité plus strictes, sauf discrimination envers des émetteurs étrangers. En revanche, l'acquis des vingt dernières années reconnaît toujours que le respect des exigences communautaires de transparence ne fournit pas nécessairement aux États membres des assurances suffisantes pour leur permettre de lever d'autres barrières nationales.

À l'avenir, seul l'État membre d'origine doit pouvoir continuer à bloquer l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, dans des cas purement domestiques où l'émetteur ne présente aucun caractère transfrontalier. D'autre part, les investisseurs doivent rester protégés - comme ils le sont par le droit communautaire en vigueur (voir article 8, paragraphe 3, de la directive 2001/34/CE) - en ce qu'aucun État membre ne peut dispenser de manière générale les émetteurs ou les détenteurs de valeurs mobilières des exigences du droit communautaire ni mettre en vigueur des exigences moins strictes.

Comme suite aux souhaits et inquiétudes exprimés à la faveur de la consultation, le libellé proposé à l'article 3, paragraphe 2, clarifie également la valeur ajoutée de l'harmonisation, dans le cadre de la future directive sur l'abus de marché, du régime de la publicité des informations ayant un effet sur les prix: si un émetteur se conforme à ces dispositions, rien ne justifie de l'empêcher d'accéder aux marchés réglementés d'autres États membres.

L'intégration des marchés des valeurs mobilières doit être promue suivant le même axe pour ce qui concerne la publicité des participations importantes (voir article 88 de la directive 2001/34/CE). Cependant, l'État membre d'origine de l'émetteur des valeurs mobilières peut continuer à prévoir des seuils de publication plus nombreux, des dates de notification et de publicité plus rapprochées, ou d'autres règles plus strictes que les prescriptions de la directive proposée.

---

<sup>39</sup> Directive 98/34/CE (JO L 204 du 21.7.1998, page 37), telle que modifiée par la directive 98/48/CE (JO L 217 du 5.8.1998, page 18).

### **5.3. Chapitre II: Information périodique**

#### *5.3.1. Article 4 - Rapports financiers annuels*

Les objectifs de cette disposition sont expliqués à la section 4.2. Le libellé proposé doit remplacer les articles 67 et 75 de la directive 2001/34/CE sur les aspects techniques suivants:

- il tend à clarifier la terminologie, pour la rapprocher des normes comptables internationales. Le "rapport financier annuel" doit comporter deux parties: les états financiers ("comptes annuels" dans les quatrième et septième directives sur le droit des sociétés) et le rapport de gestion (qui porte le même nom dans les directives précitées).
- Les états financiers doivent faire l'objet d'une vérification, attestée par un rapport. La déclaration du vérificateur doit être reproduite. Le libellé proposé s'inspire de celui des quatrième et septième directives sur le droit des sociétés.
- Le rapport financier annuel doit permettre une identification adéquate des responsables. Les investisseurs doivent savoir qui assume effectivement la responsabilité finale de l'informations fournie. Cela crée un lien fort avec l'article 4 (voir également section 3.4.).

#### *5.3.2. Article 5 - Rapports financiers semestriels*

Voir section 4.3.2 pour les émetteurs d'actions et section 4.4. pour les émetteurs d'obligations

Cette disposition s'applique aux émetteurs de tous types de valeurs mobilières. Elle n'oblige pas ces émetteurs à faire vérifier les rapports par des vérificateurs. À ce stade, la Commission suit la tendance majoritaire des réponses reçues, selon laquelle il n'y a aucun besoin immédiat de rendre obligatoire cette vérification au niveau communautaire. L'État membre d'origine de l'émetteur peut l'imposer, en vertu de l'article 3, paragraphe 2.

Cela étant, la Commission doit pouvoir prendre les mesures nécessaires dans le cadre de la procédure de comitologie. La procédure accélérée recommandée par le Comité des sages, présidé par A. Lamfalussy, devrait être utilisée pour permettre aux institutions européennes de rétablir rapidement la confiance des investisseurs dans les moments critiques où il s'avérerait que l'information intermédiaire obligatoire ne suffit pas à garantir la fiabilité voulue.

#### *5.3.3. Article 6 - Rapports financiers trimestriels*

Voir les explications générales fournies à la section 4.3.1.

L'information financière trimestrielle ne doit pas nécessairement être conforme à la norme IAS 34. C'est pourquoi le libellé ne contient plus de référence à un rapport financier trimestriel ou à des états financiers trimestriels - termes réservés aux rapports intérimaires appliquant les normes IAS. La procédure de comitologie devrait là encore permettre à la Commission européenne, en coopération avec le comité européen des valeurs mobilières et après consultation du comité des régulateurs européens des marchés des valeurs mobilières, de clarifier le contenu de

l'information financière trimestrielle pour les émetteurs, les participants du marché et les investisseurs, de fixer des périodes pendant lesquelles l'information publiée doit rester à la disposition du public et de préciser quels types d'examen d'audit effectués à la demande de l'émetteur doivent être rendus publics.

#### 5.3.4. *Article 7- Responsabilité*

Des dispositions analogues sont prévues dans la proposition modifiée de directive concernant les prospectus. Voir également section 3.4. La responsabilité en cas d'information trompeuse ou inexacte dans le cadre des exigences de publicité de la future directive sur l'abus de marché reste régie par le droit national.

#### 5.3.5. *Article 8 – Exemptions*

Les émetteurs souverains doivent être soumis à des obligations allégées en matière de transparence, les exigences en matière d'information périodique ne s'appliquant pas à eux (voir article 2, paragraphe 2, point b), article 3, paragraphe 2, point b) et article 4, paragraphe 3, de la directive 2001/34/CE). Ils doivent toutefois bénéficier et relever à la fois de dispositions générales en matière de publicité, comme l'interdiction faite aux États membres autres que l'État membre d'origine de leur imposer des exigences supplémentaires (article 3) ou l'obligation de garantir la communication effective et simultanée de toute information à publier en vertu de l'article 17. Ils restent également tenus d'assurer l'égalité de traitement entre détenteurs de titres de créances d'un même emprunt, comme proposé à l'article 14 (voir également article 83 de la directive 2001/34/ CE).

Selon les mêmes principes, une protection limitée est accordée aux investisseurs dans le cas des sociétés qui émettent exclusivement des valeurs mobilières destinées à des investisseurs professionnels (le critère étant une valeur nominale unitaire d'au moins 50 000 euros). La Commission se conforme ainsi à l'accord politique conclu par le Conseil le 5 novembre, en vue d'une position commune sur la future directive "prospectus".

### 5.4. **Chapitre III: Information continue**

#### 5.4.1. *Article 9 - Notification des acquisitions ou cessions de participations importantes*

L'objectif consistant à resserrer le régime de notification en augmentant le nombre des seuils a été déjà expliqué à la section 4.5.1. À la lumière des réactions reçues, la Commission a décidé de proposer non pas dix seuils, comme prévu dans son document de consultation, mais huit. Les États membres restent libres de prévoir des seuils supplémentaires, surtout moins élevés (comme par exemple au Royaume-Uni (3 %) ou en Italie (2 %)). L'article 89, paragraphe 1, de la directive 2001/34/CE permet aux États membres de décider qu'une société doit également être informée du pourcentage du capital détenu par un investisseur lorsqu'un État membre n'applique pas le principe "une action, une voix".

Point a): Certaines réponses contenaient des réserves sur l'opportunité de soumettre au système de notification les instruments dérivés permettant d'acquérir ou de vendre des actions. La Commission limite donc l'obligation de notification aux instruments dérivés. En conséquence, les warrants ou obligations convertibles y sont soumis, au contraire des options (voir également section 4.5.3. et article 2, point e). En outre, il

est proposé aux États membres de décider de fixer ou non le premier seuil de notification à 5 %. À la lumière des différentes réactions reçues des autorités nationales, cette possibilité devrait également s'appliquer aux usufruitiers d'actions (voir également article 10).

Les points b) et c) permettent aux États membres d'adapter deux seuils à leurs règles nationales autorisant les minorités de blocage ou les majorités qualifiées aux assemblées générales, tout en limitant la marge discrétionnaire des États membres bien plus que ne le fait l'article 89, paragraphe 1, points a) et b) de la directive 2001/34/CE).

#### 5.4.2. Article 10 - Détermination des droits de vote

- L'article 10 précise simplement quelles personnes sont considérées comme pouvant - légalement ou effectivement - exercer un droit de vote au nom d'un détenteur de valeurs mobilières. Si la participation d'un détenteur particulier ne dépassera pas nécessairement les seuils fixés, la situation risque d'être nettement différente pour les banques assurant un service de garde, les fonds d'investissement, les porteurs de procurations et autres acteurs pouvant exercer les droits de vote de nombreux détenteurs de valeurs mobilières.
- Cette disposition est importante pour deux raisons: d'abord, les sociétés faisant appel public à l'épargne connaissent non seulement les détenteurs de leurs valeurs mobilières, mais aussi les personnes qui peuvent réellement exercer une large influence aux assemblées; ensuite, elle vise à faciliter la circulation d'informations entre les sociétés et les détenteurs de leurs valeurs mobilières dans le cadre des assemblées générales (voir article 13, paragraphe 3, et article 14, paragraphe 3).
- Cette disposition est sur le fond identique à l'article 92 de la directive 2001/34/CE, modifié comme suit à la lumière des observations reçues en cours de consultation:
- Limiter le champ des définitions aux personnes habilitées à voter au nom des actionnaires requiert de supprimer l'article 92, point a), à présent intégré à la définition des détenteurs de valeurs mobilières par l'article 2, point e) ii). L'article 10, point a), correspond à l'article 92, point c), de la directive 2001/34/CE. De même, l'article 10, point b) correspond à l'actuel article 92, point d), et l'article 10, point c) correspond à l'actuel article 92, point e) - qui place l'accent sur les bénéficiaire de garanties <sup>40</sup> - et l'article 10, point d) correspond à l'actuel article 92, point f) de la directive 2001/34/CE.
- Comme suite à de nombreuses demandes, la définition des cas où un droit de vote peut être exercé au nom des entreprises contrôlées est beaucoup plus large qu'à l'article 92, point b), de la directive 2001/34/CE. Cela est possible grâce à la définition plus large contenue à l'article 2, point f).

---

<sup>40</sup> Le terme "garantie" respecte la terminologie utilisée dans la directive 2002/47/CE du 6.6.2002 concernant les contrats de garantie financière, JO L 168 du 27.6.2002, page 43.

- Le libellé de l'article 10, point f), correspond à celui de l'article 92, point h), de la directive 2001/34/CE. L'article 10, point g) reste inchangé par rapport à l'article 92, point g), de la directive 2001/34/CE.
- La seule disposition nouvelle concerne les procurations (article 10, point h)). La participation transfrontalière des porteurs de procuration aux assemblées générales étant généralement admise, il convient qu'une société soit dûment informée sur les participations importantes dont les détenteurs ont donné des instructions communes au porteur d'une procuration.

#### 5.4.3. *Article 11 - Procédure en matière de notification et de publicité des participations importantes*

L'article 11, paragraphe 1, précise le contenu minimal de la notification à adresser à une société. Il n'existe aucune disposition correspondante dans la directive 2001/34/CE. La Commission a retiré sa proposition initiale d'informer l'émetteur sur la totalité de l'accord conclu entre les actionnaires, comme suite aux réactions enregistrées lors des deux cycles de la consultation. Les émetteurs et le public ont néanmoins un intérêt légitime à être informés tout au moins sur la contrepartie des accords concernant les droits de vote.

L'article 11, paragraphe 2, ramène le délai de notification de sept jours civils à cinq jours ouvrables. Cette référence aux jours ouvrables est mieux adaptée à la réalité du marché et fait suite à l'avis exprimé par nombre de parties intéressées. Les délais plus longs dont peuvent bénéficier notamment les banques dépositaires en vertu du droit interne (conformément à l'article 92, dernier alinéa de la directive 2001/34/CE) doivent être abandonnés. Voir également l'article 26 portant dispositions transitoires.

L'article 11, paragraphe 3, correspond à l'article 93 de la directive 2001/34/CE. D'autres exemptions actuellement prévues aux articles 94 (opérateurs professionnels) et 95 (publicité contraire à l'intérêt public ou préjudiciable à la société) sont considérées comme obsolètes - en accord avec la majorité des intervenants aux deux cycles de consultation. Plusieurs répondants ont estimé que le cas particulier des participations importantes faisant l'objet d'un processus de compensation ou de règlement requerrait cependant un traitement spécifique. La Commission a tenu compte de ce point de vue dans la définition de l'article 2, point e) ii).

L'article 11, paragraphe 4, correspond à l'article 91 de la directive 2001/34/CE, le délai de publication ayant été ramené à quatre jours ouvrables. Ce nouveau délai sera progressivement mis en place dans le cadre des dispositions prévues à l'article 28.

#### 5.4.4. *Article 12 - Information complémentaire*

L'article 12, point a), correspond à l'article 66, paragraphe 2, de la directive 2001/34/CE, l'article 12, point b) et point c) à l'article 81, paragraphes 2 et 3, de la même directive, dont ils étendent les exigences de publicité aux émetteurs souverains.

#### 5.4.5. *Article 13 - Information des actionnaires*

L'article 13, paragraphe 1, correspond à l'article 65, paragraphe 1, de la directive 2001/34/CE. Eu égard aux questions posées pendant les consultations, il y a lieu de noter que le principe "une action, une voix" n'a jamais figuré dans ce libellé.

L'article 13, paragraphe 2, reprend pour l'essentiel l'article 65, paragraphe 2, de la directive 2001/34/CE. Le seul élément nouveau figure au point b), avec la possibilité pour un actionnaire de donner procuration conformément à la loi de l'État membre d'origine de l'émetteur (voir également le point 4.6.2). Néanmoins, il ne devrait pas être nécessaire, pour cela, de choisir un mandataire dans chaque État membre. Au point d), le mot "renonciation" devrait être remplacé par "annulation" pour tenir compte de plusieurs réponses demandant la clarification du libellé actuel (qui fait référence à la "renonciation").

L'article 13, paragraphe (3), énonce les conditions minimales à respecter pour que l'information des actionnaires puisse s'effectuer par voie électronique. Les objectifs généraux sont exposés au point 4.6.3 plus haut.

#### *5.4.6. Article 14 - Information des détenteurs de titres de créance*

L'article 14 contient essentiellement les mêmes dispositions que pour les actionnaires. Néanmoins, les droits attachés aux titres de créance diffèrent de ceux qui sont liés aux actions. Il est par conséquent indispensable de prévoir une disposition spécifique pour les premiers, au sens de l'article 2, point b, proposé. Eu égard aux nombreuses réactions enregistrées durant les deux consultations, la Commission ne voit plus la nécessité d'une dérogation au principe de l'égalité de traitement en fonction de priorités à caractère social, comme il est prévu actuellement dans les articles 78, paragraphe 1, deuxième alinéa, et 83, paragraphe 1, deuxième alinéa, de la directive 2001/34/CE. Pour tenir compte des particularités du marché des euro-obligations, l'article 14, paragraphe 3, autorise les émetteurs à choisir l'État membre dans lequel ils souhaitent organiser une réunion avec les détenteurs de titres de créance.

### **5.5. Chapitre IV : Obligations générales**

#### *5.5.1. Article 15 - Contrôle par l'État membre d'origine*

La politique générale justifiant la mise en place d'un système de dépôt dans l'État membre d'origine a déjà été expliquée au point 4.1.2. À l'heure actuelle, les États membres sont seulement invités en termes assez généraux à s'assurer qu'une information est publiée (voir par exemple, dans la directive 2001/34/CE, l'article 70 sur les rapports semestriels), sauf pour la notification des modifications apportées aux participations importantes, qui doit être adressée non seulement aux émetteurs mais aussi aux autorités compétentes (voir article 89, paragraphe 1, de la directive 2001/34/CE).

La Commission devrait être autorisée à adopter des règles d'exécution supplémentaires, dans deux domaines notamment:

- le dépôt des informations par voie électronique, qui doit être assuré à l'avenir, faute de quoi les modalités de ce dépôt auprès des régulateurs nationaux des marchés de valeurs mobilières se trouveront nettement à la traîne par rapport à l'enregistrement électronique dans les registres des sociétés que prévoit la

proposition de la Commission de réforme de la 1ère directive "droit des sociétés"<sup>41</sup>;

- dans le cas des actions, un État membre d'origine reste chargé du contrôle de l'émetteur même si les actions de ce dernier sont admises à la négociation seulement dans un autre État membre. Les règles d'exécution devraient fixer dans le détail l'organisation du contrôle entre les États membres concernés.

#### 5.5.2. *Article 16 - Régime linguistique applicable aux émetteurs et aux détenteurs de valeurs mobilières*

Les objectifs du régime linguistique proposé sont déjà exposés au point 3.2.1. Le libellé proposé s'efforce de suivre la ligne fixée au Conseil le 5 novembre en vue de l'adoption d'une position commune sur la future directive concernant les prospectus. Il impose en outre aux émetteurs de rendre publiques les informations privilégiées qui les concernent - comme prévu par l'article 6 de la directive sur les abus de marché (directive 2003/6/CE) - selon un régime linguistique bien précis. Autrement, les émetteurs seraient tenus de traduire toutes les informations à publier dans les langues officielles de tous les États membres où leurs titres pourraient être négociés.

Néanmoins, il existe une différence majeure par rapport à la future directive sur les prospectus. Cette dernière autorise toujours les États membres d'accueil à exiger la traduction d'un résumé du prospectus dans leur langue officielle. Cette option n'est pas celle retenue par la présente proposition, qui s'en écarte de deux manières:

- l'article 16, paragraphe 3, ne laisse pas le choix de la langue aux émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un seul État membre d'accueil et nulle part ailleurs dans l'Union européenne; cet État membre d'accueil peut imposer l'utilisation de sa propre langue. Cette règle devrait empêcher les phénomènes de recherche de la solution la plus avantageuse;
- l'article 16, paragraphe 6, fait en sorte que les règles nationales régissant l'utilisation des langues dans les procédures judiciaires ne soient pas affectées.

Comme indiqué au point 3.2.1 ci-dessus, les règles proposées concernant l'utilisation des langues n'affecteraient pas les exigences actuelles énoncées à l'article 4 de la directive 89/117/CEE du Conseil (onzième directive "droit des sociétés").

#### 5.5.3. *Article 17 - Accès rapide et équivalent à l'information*

- L'article 17, paragraphes 1 et 2, remplacerait l'article 102 de la directive 2001/34/CE pour ce qui est des informations à rendre publiques en vertu de la présente directive. Il déterminerait également dans quel État membre et par quels moyens rendre publiques les informations susceptibles d'influer sur les cours. Voir le point 3.2.2.

---

<sup>41</sup> Article 3, paragraphe 2, de la proposition de la Commission de directive modifiant la directive 68/151/CEE du Conseil en ce qui concerne les obligations de publicité de certaines formes de sociétés, COM (2002) 279 final, du 3.6.2002.

- L'article 17, paragraphe 4, autorise la Commission à préciser davantage les modalités de la publication des informations sur les sites internet des émetteurs ainsi que du maintien de ces informations à disposition. Ceci inclut notamment la question de savoir si l'émetteur doit veiller à ce que les sites en question soient créés sur un serveur situé dans un État membre spécifique, ou encore si l'utilisation de moyens de diffusion particuliers peut être également imposée aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou n'ont pas approuvé l'admission de leurs titres à la négociation sur ce marché réglementé.

#### 5.5.4. *Article 18 - Orientations*

Le concept à la base de cette disposition a été déjà expliqué au point 3.2.2. L'article 18, paragraphe (1), point (a), traite d'un aspect spécifique: le système de dépôt proposé ne doit pas faire double emploi, les émetteurs restant également soumis à l'obligation d'enregistrement prévue par la première directive "droit des sociétés"<sup>42</sup>. En pratique, cela concerne essentiellement les états financiers (comptes) et un rapport de gestion (rapport annuel). Les informations de ce type devraient être enregistrées, conformément à l'article 15 proposé, auprès des régulateurs nationaux des marchés de valeurs mobilières, mais aussi ultérieurement dans les registres nationaux de sociétés, conformément à l'article 47 de la quatrième directive "droit des sociétés"/article 38 de la septième directive "droit des sociétés", en liaison avec l'article 3 de la première directive "droit des sociétés".

#### 5.5.5. *Article 19 - Pays tiers*

L'article 19, paragraphe (1), traite des émetteurs constitués en société dans un pays tiers. L'article 76, paragraphe 4, de la directive 2001/34/CE exige déjà qu'ils publient des informations intermédiaires équivalentes (sur la base de rapports semestriels); il en va de même de la publicité des changements survenus dans les participations importantes, à laquelle sont tenus de procéder les émetteurs de pays tiers (article 68, paragraphe 3, deuxième alinéa, de la directive 2001/34/CE). On devrait éviter à l'avenir d'offrir des solutions plus avantageuses aux émetteurs de pays tiers qu'aux émetteurs européens. Ceci inclut également la nécessité de fournir des informations financières trimestrielles, compte tenu ce que les marchés boursiers américains, qui représentent 60% de la capitalisation mondiale, sont déjà soumis à des exigences de publicité encore plus strictes. En outre, cette disposition contribuerait à mettre en place un mécanisme d'équivalence permettant aux détenteurs européens d'actions émises par des émetteurs de pays tiers de bénéficier d'une protection équivalente à celle que prévoient les articles 13 et 14. Néanmoins, les règles d'équivalence proposées ne couvrent que les exigences de publicité fixées par la présente directive, mais non celles qu'imposent à l'émetteur la directive sur les abus de marché.

L'article 19, paragraphe 2, se fonde sur les articles 69, paragraphe 2, 82, paragraphe 2, et 84, paragraphe 2, de la directive 2001/34/ CE ; il concerne à la fois les émetteurs de pays tiers et européens. Enfin, l'article 19, paragraphe 3, introduit une disposition semblable à celle de la future directive sur les prospectus.

---

<sup>42</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 68/151/CEE du Conseil en ce qui concerne les obligations de publicité de certaines formes de sociétés, COM (2002) 279 final, du 3.6.2002.



## **5.6. Chapitre V: Coopération entre les autorités compétentes**

### *5.6.1. Article 20 - Autorités compétentes*

À l'heure actuelle, la directive 2001/34/CE exige des États membres qu'ils notifient l'identité des autorités compétentes. La désignation d'une autorité compétente unique dans chaque État membre répond à un souci d'efficacité et de clarté et vise à améliorer la coopération entre les diverses autorités nationales compétentes. La nature administrative de ces autorités uniques est nécessaire pour éviter les conflits d'intérêts dans l'utilisation des données financières divulguées dans les rapports annuels et les informations trimestrielles. Cela garantira une cohérence et une clarté accrues dans l'application des dispositions de la directive.

Certains régulateurs nationaux des marchés de valeurs mobilières et certaines bourses ont fait valoir durant la consultation que les tâches confiées à l'autorité compétente par la présente directive (notamment la fonction de dépositaire) pourraient être déléguées à l'opérateur d'un marché réglementé dans un État membre, conformément à l'article 20, paragraphe 2, proposé.

Néanmoins, une délégation permanente mènerait à un système dans lequel les informations annuelles prévues par l'article 10 de la future directive sur les prospectus seraient enregistrées auprès de l'autorité compétente, laquelle ne peut plus déléguer cette fonction après une période de cinq ans suivant l'entrée en vigueur de ladite directive, tandis que le dépôt de toutes les informations sur la société à diffuser de manière continue ou périodique resterait l'objet d'une délégation permanente. Si cette option était retenue, les émetteurs de valeurs mobilières se trouveraient face à tout un éventail d'organismes nationaux (les autorités plus les autres instances auxquelles les tâches ont été déléguées). À moyen terme, les informations devraient être enregistrées auprès d'une entité unique dans chaque État membre, et non pas de 30 à 40 organismes différents dans les quinze États membres.

Le choix de cette option ne serait pas contradictoire avec la solution adoptée dans la directive sur les abus de marché. Celle-ci, notamment dans son article 12, paragraphe 1, point c, autorise clairement la délégation, même à long terme. La présente proposition n'aborde les questions de publicité ponctuelle que sous l'angle de la langue et de la diffusion des informations. Les décisions sur l'utilisation des langues devraient être laissées aux pouvoirs publics ; quant au contrôle de l'efficacité de la diffusion des informations, il doit être clairement séparé de cette diffusion en tant que telle, qui représente une activité rémunérée dans laquelle les opérateurs des marchés réglementés ont également un intérêt commercial.

### *5.6.2. Articles 21 et 22*

L'obligation de secret professionnel imposée au personnel des régulateurs nationaux des marchés de valeurs mobilières devrait également apaiser les craintes exprimées lors des consultations par des auditeurs peu disposés à fournir des informations sur leurs clients.

## **5.7. Chapitre VI: Mesures d'exécution**

### *5.7.1. Article 23 - Comité européen des valeurs mobilières*

Le comité européen des valeurs mobilières doit assister la Commission conformément à la procédure visée à l'article 5 de la décision du Conseil sur la comitologie (1999/468/CE). En outre, ces décisions ne peuvent être prises qu'au cours d'une période de quatre ans, comme convenu entre les institutions européennes dans le cadre de la mise en œuvre des recommandations du rapport final du Comité des Sages (voir la section 2.2. plus haut).

## **5.8. Chapitre VII : Dispositions transitoires et dispositions finales**

### *5.8.1. Article 26 - Dispositions transitoires*

L'article 26, paragraphe 1, donne aux États membres la possibilité d'introduire progressivement les nouvelles exigences de publicité de deux manières (voir également la section 4.3.): il étend l'exemption temporaire déjà accordée à certaines sociétés émettant des titres de créance ou s'acquittant de leurs obligations d'information conformément aux GAAP américaines, comme déjà prévu dans le règlement sur les normes comptables internationales. En outre, les États membres seraient autorisés à ne pas exiger des sociétés faisant appel public à l'épargne qu'elles appliquent déjà les normes IAS dans leur rapport financier semestriel relatif aux six premiers mois de 2005.

L'article 26, paragraphe 2, prévoit une transition en douceur pour les investisseurs et les émetteurs qui étaient habitués à un régime concernant les modifications apportées aux participations importantes (voir la section 5.3.) moins rigoureux que celui qu'envisage la directive proposée. Concrètement, cette disposition allongerait les délais pour les détenteurs de valeurs mobilières et les émetteurs.

Quant à l'article 26, paragraphe 3, il contient une clause limitée de maintien des droits acquis pour les émetteurs ayant bénéficié de la possibilité offerte par l'article 27 de la directive 2001/34/CE. Ces émetteurs seront exemptés de l'obligation de publier des rapports financiers semestriels pendant une période de trois ans après l'entrée en vigueur de la directive, à condition que l'admission à la négociation de leurs titres de créance date d'avant l'entrée en vigueur de la directive sur les prospectus, qui abrogera l'article 27 de la directive 2001/34/CE.

Proposition de

**DIRECTIVE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL**

**sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/ CE**

**(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)**

LE PARLEMENT EUROPÉEN ET LE CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE,  
vu le traité instituant la Communauté européenne, et notamment ses articles 44 et 95,  
vu la proposition de la Commission<sup>43</sup>,  
vu l'avis du Comité économique et social européen<sup>44</sup>,  
statuant conformément à la procédure prévue à l'article 251 du traité<sup>45</sup>,  
considérant ce qui suit:

- (1) Des marchés des valeurs mobilières efficaces et intégrés contribuent à la réalité du marché unique dans la Communauté et stimulent la croissance et la création d'emplois, par une meilleure répartition des capitaux et une réduction des coûts. La divulgation d'informations exactes et actuelles sur les émetteurs de valeurs mobilières est garante d'une confiance durable des investisseurs, de même qu'elle permet une appréciation fondée de la performance économique et de la situation financière desdits émetteurs, ce qui renforce l'efficacité du marché. En outre, la responsabilité qui incombe à ceux-ci de publier un certain nombre d'informations constitue un moyen indirect de promouvoir les principes du gouvernement d'entreprise dans toute la Communauté.
- (2) À cette fin, les émetteurs de valeurs mobilières devraient assurer, par un flux régulier d'informations, un degré approprié de transparence à l'égard des investisseurs. À cette même fin, les détenteurs de valeurs mobilières devraient aviser leurs émetteurs de l'acquisition ou de la cession de participations importantes dans leur capital, de manière à leur permettre d'en tenir le public informé.
- (3) La communication de la Commission, du 11 mai 1999, intitulée "Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers: plan d'action"<sup>46</sup> répertoriait une série

---

<sup>43</sup> JO C ...

<sup>44</sup> JO C ...

<sup>45</sup> Avis du Parlement européen du .././....., JO ... et décision du Conseil du .././....., JO...

<sup>46</sup> COM(99) 232 final.

d'actions jugées nécessaires pour achever le marché unique des services financiers. Le Conseil européen de Lisbonne de mars 2000 a demandé la mise en œuvre de ce plan d'action d'ici à 2005. Celui-ci souligne notamment la nécessité d'élaborer une directive renforçant les obligations de transparence. Cette nécessité a été confirmée par le Conseil européen de Barcelone de mars 2002.

- (4) Une plus grande harmonisation des dispositions de droit national relatives aux obligations d'information périodique et continue incombant aux émetteurs de valeurs mobilières devrait permettre de garantir un haut niveau de protection des investisseurs dans toute la Communauté. Cependant, la présente directive n'affecte pas l'actuelle législation communautaire afférente aux parts émises par des organismes de placement collectif autres que du type fermé ou aux parts acquises ou cédées par l'intermédiaire de ces organismes.
- (5) La surveillance à exercer sur un émetteur aux fins de la présente directive le serait au mieux par l'État membre où ledit émetteur a son siège social. À cet égard, il est essentiel d'assurer la compatibilité avec la directive [.../... /CE ] du Parlement européen et du Conseil, du [...], 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<sup>47</sup>. Il conviendrait pareillement de prévoir une certaine flexibilité, qui permette aux sociétés n'émettant que des titres d'emprunt d'une valeur nominale élevée de choisir leur État membre d'origine.
- (6) La garantie d'un haut niveau de protection des investisseurs dans toute la Communauté permettrait d'éliminer les obstacles à l'admission de valeurs mobilières sur des marchés réglementés établis ou actifs sur le territoire d'un État membre donné. Les États membres d'accueil ne devraient plus être autorisés à restreindre l'admission de valeurs mobilières sur leurs marchés réglementés en imposant des obligations d'information périodique et continue plus strictes que l'État membre d'origine aux émetteurs de valeurs mobilières par ailleurs admises à la négociation sur un autre marché réglementé.
- (7) Le règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil, du 19 juillet 2002, sur l'application des normes comptables internationales<sup>48</sup> a déjà ouvert la voie à une convergence des normes d'information financière dans toute la Communauté pour les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et qui établissent des comptes consolidés. Par conséquent, un régime spécifiquement applicable aux émetteurs de valeurs mobilières, qui aille au-delà du régime général applicable à toutes les sociétés conformément aux directives sur le droit des sociétés, existe déjà. La présente directive continue à développer cette approche, pour ce qui concerne les rapports financiers annuels et intérimaires.
- (8) Dès lors que les valeurs mobilières d'un émetteur sont admises à la négociation sur un marché réglementé, un rapport annuel devrait assurer la divulgation d'un certain nombre d'informations d'année en année. En effet, la meilleure comparabilité des rapports financiers annuels ne peut être utile aux investisseurs actifs sur les marchés

---

<sup>47</sup> JO L [...] du [...], p. [...].

<sup>48</sup> JO L 243 du 11.9.2002, p. 1.

des valeurs mobilières que s'ils peuvent être sûrs que les informations attendues sont publiées au terme d'un délai maximal.

- (9) La diffusion de données plus actuelles et plus fiables sur la performance économique des émetteurs tout au long de l'année suppose, par ailleurs, d'élever la fréquence de publication de l'information financière intérimaire. Au niveau international et dans la majorité des États membres, on observe une tendance marquée en faveur d'une fréquence trimestrielle, avec toutefois des différences quant aux normes applicables. Une première avancée importante consisterait à rendre obligatoire l'information financière trimestrielle pour les premier et troisième trimestres d'un exercice. Cette information financière trimestrielle ne devrait pas nécessairement prendre la forme de rapports intérimaires établis conformément aux normes comptables internationales, notamment l'IAS 34. Il conviendrait plutôt de fournir des données historiques clés sur la performance économique de l'émetteur ainsi que des indications en tendance, si l'émetteur le désire, permettant aux investisseurs de se forger une appréciation de toute stratégie à long terme qu'il poursuit.
- (10) La confiance des investisseurs devrait être renforcée par le fait de veiller à ce que, en droit national, toute société ainsi que les organes chargés de son administration, de sa gestion ou de sa surveillance soient tenus responsables, voire voient leur responsabilité civile engagée, pour ce qui concerne l'information financière annuelle et intérimaire. Il s'agit, en effet, de la façon la plus efficace de faire appliquer l'obligation qui incombe aux émetteurs de fournir au public des informations précises et fiables. Chaque État membre devrait inscrire cette responsabilité (civile) dans sa législation ou sa réglementation nationale.
- (11) Le public devrait être informé de toute modification de participations importantes détenues dans des sociétés ayant émis des actions admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou actif dans la Communauté – ces sociétés ne peuvent toutefois aviser le public de telles modifications qu'à la condition d'en avoir été préalablement informées par les détenteurs des titres concernés. Cette information devrait permettre aux investisseurs d'acquérir ou de céder des actions en toute connaissance de cause quant aux changements affectant la structure du capital et des droits de vote et pouvant conduire à des minorités de blocage; elle devrait également renforcer l'efficacité du contrôle exercé sur les sociétés qui émettent des actions ainsi que la transparence globale du marché pour ce qui concerne les grands mouvements de capitaux. Afin de simplifier les délais prévus pour la notification de tels changements de la structure du capital et des droits de vote et en vue d'une harmonisation entre États membres, ces délais devraient être limités à cinq jours ouvrables pour les détenteurs des titres concernés et, subséquentement, à trois jours pour l'information du public par l'émetteur.
- (12) L'information continue des détenteurs de valeurs mobilières devrait rester fondée sur le principe de l'égalité de traitement. Cette égalité de traitement ne concerne toutefois que les actionnaires placés dans la même position et n'affecte donc en rien la question du nombre de droits de vote pouvant être attachés à une action en particulier. Les détenteurs d'obligations relevant d'un même emprunt devraient pareillement continuer à bénéficier de l'égalité de traitement. Par ailleurs, l'information des détenteurs de valeurs mobilières en assemblée générale devrait être facilitée. En particulier, ceux d'entre eux qui résident à l'étranger devraient y être plus activement associés, en ce sens qu'ils devraient pouvoir charger un mandataire d'agir en leur nom. Pour les

mêmes raisons, l'opportunité d'utiliser les technologies modernes d'information et de communication devrait faire l'objet d'une décision en assemblée générale.

- (13) L'élimination des obstacles existants et l'application effective des nouvelles obligations communautaires en matière d'information financière supposent également l'exercice d'un contrôle adéquat de la part de l'autorité compétente de l'État membre d'origine. La présente directive devrait prévoir, sinon un examen approfondi du contenu de cette information financière, à tout le moins une garantie minimale quant à sa publication en temps voulu. Pour cette raison, les autorités compétentes des différents États membres devraient chacune mettre en place un système d'enregistrement.
- (14) Toute obligation faite à un émetteur de traduire toute l'information périodique et continue qu'il publie dans la langue de tous les États membres dans lesquels ses titres sont admis à la négociation ne favorise pas l'intégration des marchés des valeurs mobilières, mais joue au contraire comme un effet dissuasif à l'admission transfrontalière de valeurs mobilières à la négociation sur des marchés réglementés. Par conséquent, l'émetteur devrait être autorisé à fournir cette information dans une langue communément utilisée dans l'univers de la finance internationale, lorsque ses valeurs mobilières sont admises à la négociation dans plus d'un État membre. Par ailleurs, un effort particulier étant nécessaire pour attirer les investisseurs étrangers, notamment en dehors de la Communauté, les États membres ne devraient plus empêcher les détenteurs de valeurs mobilières de notifier aux émetteurs les informations exigées d'eux dans une langue communément utilisée dans l'univers de la finance internationale.
- (15) Pour garantir l'accès à des informations actuelles concernant tout émetteur dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur des marchés réglementés établis dans plus d'un État membre, le site Internet dudit émetteur pourrait être utilisé comme un moyen de divulguer ces informations, sous réserve que leur diffusion en temps réel soit assurée et aille de pair avec un système efficace d'alerte électronique ouvert à toutes les parties intéressées.
- (16) Pour simplifier encore l'accès des investisseurs aux informations sur les sociétés d'un État membre à un autre, il devrait incomber aux autorités nationales de surveillance de formuler des lignes directrices en vue de l'établissement de réseaux électroniques, en étroite consultation avec les autres parties intéressées, notamment les émetteurs de valeurs mobilières, les investisseurs, les participants au marché, les opérateurs des marchés réglementés et les fournisseurs d'information financière.
- (17) Afin d'assurer la protection effective des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés réglementés dans la Communauté, les règles relatives à l'information que doivent publier les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé de la Communauté devraient également s'appliquer aux émetteurs ne disposant pas d'un siège social dans un État membre et ne relevant pas de l'article 48 du traité. Il conviendrait également de veiller à ce que toute information supplémentaire pertinente concernant un émetteur de la Communauté ou d'un pays tiers, dont la publication est exigée dans un pays tiers, mais non dans un État membre, soit également accessible au public de la Communauté.
- (18) Chaque État membre devrait désigner une autorité compétente unique assumant la responsabilité finale de contrôler le respect des dispositions adoptées conformément à la présente directive ainsi qu'en matière de coopération internationale. Cette autorité

devrait être de nature administrative, et son indépendance par rapport aux acteurs économiques devrait être assurée, afin d'éviter les conflits d'intérêts.

- (19) Le développement des activités transfrontalières suppose un renforcement de la coopération entre les autorités nationales compétentes, y compris par l'adoption d'un jeu complet de dispositions relatives aux échanges d'informations et aux mesures de précaution. L'organisation des missions réglementaires et prudentielles dans chaque État membre ne doit pas constituer une entrave à la coopération efficace desdites autorités nationales compétentes.
- (20) Lors de sa réunion du 17 juillet 2000, le Conseil a institué le comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières. Dans son rapport final, ce comité a proposé l'introduction de nouvelles techniques législatives, fondées sur une approche à quatre niveaux, à savoir des principes essentiels, des mesures techniques d'exécution, une coopération entre les régulateurs des marchés nationaux des valeurs mobilières et un contrôle de la mise en œuvre de la législation communautaire. La directive doit se borner à énoncer de grands principes; les mesures techniques d'exécution doivent être adoptées par la Commission, assistée du comité européen des valeurs mobilières.
- (21) La résolution adoptée par Conseil européen de Stockholm, en mars 2001, a avalisé le rapport final du comité des sages, et notamment sa proposition d'approche à quatre niveaux, en vue de rendre le processus d'élaboration de la législation communautaire dans le domaine des valeurs mobilières plus efficace et plus transparent.
- (22) Selon cette résolution: "Les mesures d'exécution devraient servir plus fréquemment, afin de garantir l'actualisation des dispositions techniques par rapport à l'évolution des marchés et des pratiques en matière de surveillance. Il convient de fixer des dates limites pour toutes les étapes des travaux relatifs aux mesures d'exécution."
- (23) La résolution adoptée par le Parlement européen le 5 février 2002 concernant la mise en œuvre de la législation sur les services financiers a également avalisé le rapport final du Comité des sages, sur la base de la déclaration solennelle que lui avait faite le président de la Commission le même jour et de la lettre adressée, le 2 octobre 2001, par le commissaire chargé du marché intérieur au président de sa commission économique et monétaire au sujet des garanties qui lui seraient fournies quant à son rôle dans ce processus.
- (24) Les mesures nécessaires à la mise en œuvre de la présente directive doivent être arrêtées conformément à la décision 1999/468/CE du Conseil, du 28 juin 1999, fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission<sup>49</sup>.
- (25) Le Parlement européen devrait disposer d'un délai de trois mois, à compter de la soumission du premier projet de mesures d'exécution, pour examiner ce projet et rendre un avis. Cependant, dans des cas d'urgence dûment justifiés, ce délai pourrait être raccourci. Si, au cours de cette période, une résolution était adoptée par le Parlement européen, la Commission devrait réexaminer son projet.
- (26) Des mesures techniques d'exécution des règles prévues dans la présente directive pourraient se révéler nécessaires pour tenir compte de l'évolution des marchés des

---

<sup>49</sup> JO L 184 du 17.7.1999, p. 23.

valeurs mobilières. La Commission devrait, en conséquence, être habilitée à adopter lesdites mesures, sous réserve de ne pas modifier les éléments essentiels de la présente directive et d'agir conformément aux principes qui y sont énoncés, après consultation du comité européen des valeurs mobilières institué par la décision 2001/528/CE de la Commission, du 6 juin 2001<sup>50</sup>.

- (27) Afin de garantir le respect des obligations prévues au titre de la présente directive ou des mesures la mettant en œuvre, toute infraction doit être promptement détectée et, s'il y a lieu, sanctionnée. À cet effet, les sanctions, y compris les sanctions civiles, doivent être suffisamment dissuasives, proportionnées et appliquées de manière cohérente. Les États membres devraient veiller à ce que les décisions prises par les autorités nationales compétentes puissent faire l'objet d'un recours juridictionnel.
- (28) La présente directive vise à renforcer les obligations de transparence actuellement applicables aux émetteurs de valeurs mobilières et aux investisseurs qui acquièrent ou qui cèdent des participations importantes dans leur capital. Elle remplace certaines des obligations prévues dans la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 mai 2001, concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs<sup>51</sup>. Afin de rassembler les obligations de transparence dans un acte unique, il convient de modifier cette directive en conséquence.
- (29) Les objectifs de l'action envisagée, à savoir garantir la confiance des investisseurs par un degré équivalent de transparence dans toute la Communauté et, par là même, achever la réalisation du marché intérieur, ne pouvant être réalisés de manière suffisante par les États membres sur la base de la législation communautaire en vigueur et pouvant donc, en raison des dimensions ou des effets de l'action envisagée, être mieux réalisés au niveau communautaire, la Communauté peut arrêter des mesures, conformément au principe de subsidiarité exposé à l'article 5 du traité. Conformément au principe de proportionnalité énoncé audit article, la présente directive n'excède pas ce qui est nécessaire pour atteindre ces objectifs.
- (30) La présente directive respecte les droits fondamentaux et observe les principes qui sont reconnus, notamment, par la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne,

---

<sup>50</sup> JO L 191 du 13.7.2001, p. 45.

<sup>51</sup> JO L 184 du 6.7.2001, p. 1.



ONT ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DIRECTIVE:

## Chapitre I

### Dispositions générales

#### *Article premier*

#### *Objet et champ d'application*

La présente directive fixe des exigences concernant la communication d'informations périodiques et continues sur les émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un État membre.

La présente directive ne s'applique ni aux parts d'organismes de placement collectif autres que ceux du type fermé ni aux parts acquises ou cédées par ces organismes de placement collectif.

#### *Article 2*

#### *Définitions*

1. Aux fins de la présente directive, on entend par:

- a) "valeurs mobilières": les valeurs mobilières au sens de l'article 1er, point 4) de la directive 93/22/CEE/de l'article... de la directive ../CE sur les services d'investissement et les marchés réglementés<sup>52</sup>, à l'exception des instruments du marché monétaire au sens de l'article 1er, point 5), de la directive 93/22/CEE/de l'article... de la directive../CE sur les services d'investissement et les marchés réglementés ayant une échéance inférieure à 12 mois, qui peuvent être soumis à la législation nationale;
- b) "titres de créance": les obligations et autres formes de créances titrisées négociables, à l'exception des valeurs mobilières qui équivalent à des actions ou qui, après leur conversion ou l'exercice des droits qu'elles confèrent, donnent naissance à un droit d'acquérir des actions ou des valeurs mobilières équivalant à des actions;
- c) "marché réglementé": un marché au sens de l'article 1er, point 13), de la directive 93/22/CEE/ de l'article... de la directive../CE sur les services d'investissement et les marchés réglementés;
- d) "émetteur": une entité juridique régie par le droit privé ou public, y compris les États, dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché

---

<sup>52</sup> JO n° L ... du ..., p...

réglementé, l'émetteur étant, dans le cas de certificats représentatifs de valeurs mobilières, l'émetteur des titres représentés;

- e) "détenteur de valeurs mobilières": toute personne physique ou morale régie par le droit privé ou public, qui, directement ou via un intermédiaire, acquiert ou cède:
  - i) des valeurs mobilières de l'émetteur, en son propre nom et pour son propre compte;
  - ii) des valeurs mobilières de l'émetteur, en son propre nom mais pour le compte d'une autre personne physique ou morale, excepté lorsque ces valeurs mobilières sont acquises aux seules fins de la compensation ou du règlement d'une transaction sur une courte période;
  - iii) de certificats représentatifs de valeurs mobilières, auquel cas le détenteur des valeurs mobilières est le porteur;
  - iv) des valeurs mobilières dérivés donnant à une personne physique ou morale le droit d'acquérir, de sa propre initiative, ou de céder, exclusivement à l'initiative d'un tiers, des actions conférant un droit de vote au sein de l'émetteur;
- f) "entreprise contrôlée": toute entreprise
  - i) dans laquelle un détenteur de valeurs mobilières détient une majorité des droits de vote;
  - ii) dont un détenteur de valeurs mobilières est à la fois l'entreprise mère, possédant le droit de nommer ou de révoquer une majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance, et un actionnaire ou un associé;
  - iii) dont un détenteur de valeurs mobilières est actionnaire ou associé et contrôle seul, en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires ou associés, la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés;
  - iv) sur laquelle un détenteur de valeurs mobilières exerce effectivement, directement ou indirectement, une influence dominante;
- g) "organismes de placement collectif autres que du type fermé": les fonds communs de placement du type unit trusts et les sociétés d'investissement:
  - i) dont l'objet est le placement collectif des capitaux recueillis auprès du public et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques et
  - ii) dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à charge des actifs de ces organismes;
- h) "parts d'un organisme de placement collectif": les parts émises par un organisme de placement collectif en représentation des droits des participants sur ses actifs.

- i) "État membre d'origine":
- i) dans le cas d'un émetteur de titres de créance dont la valeur nominale ne dépasse pas 5 000 euros ou d'un émetteur d'actions:
    - lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans la Communauté, l'État membre du siège statutaire;
    - lorsque l'émetteur a son siège statutaire dans un pays tiers, l'État membre de l'autorité compétente auprès de laquelle il est tenu de déposer une information annuelle en vertu de l'article 10 de la directive [...]/... /CE ] [prospectus];
  - ii) pour tout autre émetteur, l'État membre choisi par celui-ci parmi les États membres qui ont admis ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé sur leur territoire, pour autant que ces valeurs mobilières restent admises à la négociation sur ce marché pendant trois exercices, cette période constituant la durée de validité du choix de l'émetteur;
- j) "État membre d'accueil": un État membre, autre que l'État membre d'origine, sur le territoire duquel les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé;
- k) "information réglementée": toute information que l'émetteur, ou toute autre personne ayant sollicité sans le consentement de celui-ci l'admission de ses valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, est tenu de communiquer en vertu de la présente directive, de l'article 6 de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil<sup>53</sup> ou des dispositions législatives, réglementaires ou administratives d'un État membre;
- l) "voie électronique": les moyens électroniques de traitement (y compris la compression numérique), de stockage et de transmission des données par câble, ondes radio, technologie optique, ou tout autre moyen électromagnétique.
2. Aux fins de la définition des "entreprises contrôlées" au paragraphe 1, point f) ii), les droits du détenteur de valeurs mobilières en matière de vote, de désignation et de révocation recouvrent les droits de toute autre entreprise contrôlée par ledit détenteur et ceux de toute personne physique ou morale agissant, même en son nom propre, pour le compte du détenteur de valeurs mobilières ou de toute autre entreprise contrôlée par celui-ci.
3. Pour tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et assurer l'application uniforme du paragraphe 1 du présent article, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2, des mesures d'exécution concernant les définitions dudit paragraphe 1.

En particulier, la Commission:

---

<sup>53</sup> JO n° L ... du ..., p...

- a) précise, aux fins de l'exception prévue au paragraphe 1, point e) ii) concernant les valeurs mobilières acquises aux seules fins de la compensation ou du règlement d'une transaction sur une courte période, la durée maximale en jours de la "courte période";
- b) établit, aux fins du paragraphe 1, point i) ii), la procédure suivant laquelle l'émetteur doit opérer son choix;
- c) ajuste le cas échéant, aux fins du choix de l'État membre d'origine prévu au paragraphe 1, point i) ii), la période de trois ans relative aux antécédents de l'émetteur, à la lumière de toute nouvelle exigence du droit communautaire concernant l'admission à la négociation sur un marché réglementé;
- d) établit, aux fins du paragraphe 1, point l), une liste indicative des moyens qui ne sont pas considérés comme "voie électronique", compte tenu de l'annexe V à la directive 98/34/CE du Parlement européen et du Conseil<sup>54</sup>.

### *Article 3*

#### *Intégration des marchés des valeurs mobilières*

1. L'État membre d'origine peut soumettre un émetteur à des exigences plus strictes que celles énoncées dans la présente directive, pour ce qui concerne la communication d'informations au public ou aux détenteurs de valeurs mobilières.

L'État membre d'origine peut également soumettre un détenteur de valeurs mobilières à des exigences plus strictes que celles énoncées dans la présente directive, pour ce qui concerne la notification d'informations.

2. Un État membre d'accueil ne peut:
  - a) en ce qui concerne l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé sur son territoire, imposer des obligations d'information plus strictes que celles prévues dans la présente directive ou à l'article 6 de la directive 2003/6/CE;
  - b) en ce qui concerne la notification d'informations, imposer aux détenteurs de valeurs mobilières des obligations plus strictes que celles prévues dans la présente directive.

---

<sup>54</sup> JO L 204 du 21.7.1998, page 37, modifiée par la directive 98/48/CE, JO L 217 du 5.8.1998, page 18.

## Chapitre II

### Information périodique

#### *Article 4*

##### *Rapports financiers annuels*

1. L'émetteur publie son rapport financier annuel au plus tard trois mois après la fin de chaque exercice; il veille à ce que ce rapport reste à la disposition du public.
2. Le rapport financier annuel comprend:
  - a) les états financiers audits;
  - b) le rapport de gestion;
  - c) des déclarations des personnes responsables au sein de l'entité émettrice, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, certifiant que les informations contenues dans le rapport financier annuel sont, à leur connaissance, conformes à la réalité et ne comportent aucune omission de nature à altérer la portée du document.
3. Les états financiers audités comprennent les comptes consolidés de l'émetteur établis conformément à l'article 4 du règlement (CE) N° 1606/2002 ou, si l'émetteur n'a pas de filiale, les comptes annuels de l'exercice établis conformément au droit interne de l'État membre d'origine.
4. Les états financiers sont audités conformément à l'article 37 de la directive 83/349/CEE du Conseil<sup>55</sup> ou, si l'émetteur n'a pas de filiale, conformément aux articles 51 et 51 bis de la directive 78/660/CEE du Conseil<sup>56</sup>.

Le rapport d'audit, signé par la (les) personne(s) chargées de la vérification des états financiers, ainsi que toute réserve éventuelle ou observation mettant en évidence un fait sur lequel le vérificateur des comptes souhaite attirer l'attention sans émettre de réserve, est intégralement communiqué au public, en même temps que le rapport financier annuel.
5. Le rapport de gestion est établi conformément à l'article 36 de la directive 83/349/CEE du Conseil ou, si l'émetteur n'a pas de filiale, conformément aux articles 46 et 51 bis de la directive 78/660/CEE du Conseil.
6. Pour tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 5 du présent article, la Commission arrête des mesures d'exécution conformément à la procédure visée à l'article 23,

---

<sup>55</sup> JO L 193 du 18.7.1983, page 1.

<sup>56</sup> JO n° L 222, du 14.8.1978, page 11.

paragraphe 2.

La Commission précise en particulier la période au cours de laquelle le rapport financier annuel publié, en ce compris le rapport d'audit, doit rester à la disposition du public, ainsi que toute autre condition à respecter par l'émetteur à cet égard.

## *Article 5*

### *Rapports financiers semestriels*

1. L'émetteur publie un rapport financier semestriel couvrant les six premiers mois de chaque exercice, le plus tôt possible après la fin du semestre couvert et au plus tard deux mois après la fin de ce semestre. L'émetteur veille à ce que le rapport financier semestriel reste à la disposition du public.
2. Le rapport financier semestriel comprend:
  - a) un jeu d'états financiers résumés;
  - b) une mise à jour du dernier rapport de gestion établi conformément à l'article 4, paragraphe 5;
  - c) des déclarations des personnes responsables au sein de l'entité émettrice, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, certifiant que les informations contenues dans le rapport financier semestriel sont, à leur connaissance, conformes à la réalité et ne comportent aucune omission de nature à altérer la portée du document.
3. Les états financiers condensés sont élaborés conformément aux normes comptables internationales concernant l'information financière intérimaire, telles qu'adoptées conformément aux articles 2, 3 et 6 du règlement (CE) N° 1606/2002 ou, lorsque l'émetteur n'a pas de filiale, conformément au droit interne de l'État membre d'origine.
4. Si le rapport financier semestriel a été audité, le rapport d'audit, ainsi que toute réserve éventuelle ou observation mettant en évidence un fait sur lequel le vérificateur des comptes souhaite attirer l'attention sans émettre de réserve, est intégralement reproduit. La même règle s'applique aux rapports d'examen établis par un auditeur. Si le rapport financier semestriel n'a pas été audité et n'a fait l'objet d'aucun examen par un auditeur, l'émetteur le déclare dans le rapport.
5. Pour tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 4 du présent article, la Commission arrête des mesures d'exécution conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2.

En particulier, la Commission:

- a) précise la période au cours de laquelle le rapport financier semestriel publié, en ce compris le rapport d'audit éventuel, doit rester à la disposition du public, ainsi que toute autre condition à respecter par l'émetteur à cet égard.

- b) précise la nature de l'"examen par un auditeur" mentionné au paragraphe 4; et
- c) en cas d'indice d'un besoin urgent de renforcer la protection des investisseurs dans toute la Communauté, soumet le rapport financier semestriel à un examen obligatoire par un auditeur.

## *Article 6*

### *Information financière trimestrielle*

1. Tout émetteur dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé publie une information financière trimestrielle couvrant les premier et troisième trimestres de l'exercice, le plus tôt possible après la fin du trimestre concerné et au plus tard deux mois après la fin dudit trimestre. L'émetteur veille à ce que le rapport financier trimestriel reste à la disposition du public.
2. L'information financière trimestrielle comprend au moins:
  - a) des chiffres consolidés, présentés sous la forme de tableaux et indiquant, pour le trimestre considéré, le chiffre d'affaires net et le résultat avant ou après impôt; et
  - b) des notes explicatives concernant les activités et le résultat de l'émetteur pour le trimestre considéré; et
  - c) si l'émetteur le désire, une prévision de l'évolution future de l'émetteur et de ses filiales, couvrant au moins le reste de l'exercice et identifiant les incertitudes et risques significatifs susceptibles d'influer sur cette évolution.
3. Si l'information financière trimestrielle ou le rapport financier trimestriel a été audité, le rapport d'audit, ainsi que toute réserve éventuelle ou observation mettant en évidence un fait sur lequel le vérificateur des comptes souhaite attirer l'attention sans émettre de réserve, est intégralement reproduit. La même règle s'applique aux rapports d'examen établis par un auditeur. Si l'information financière trimestrielle n'a pas été auditée et n'a fait l'objet d'aucun examen par un auditeur, l'émetteur le déclare dans le rapport.
4. Pour tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 3 du présent article, la Commission arrête des mesures d'exécution conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2.

En particulier, la Commission:

- a) précise la période au cours de laquelle l'information financière trimestrielle publiée doit rester à la disposition du public, ainsi que toute autre condition à respecter par l'émetteur à cet égard;
- b) clarifie, s'il y a lieu, les termes "chiffre d'affaires net" et "résultat avant ou après impôt" en ce qui concerne certaines catégories d'émetteurs, comme les établissements de crédit;

- c) précise les informations à fournir dans les notes explicatives visées au paragraphe 2, point b), et dans les prévisions d'évolution future de l'émetteur visées au paragraphe 2, point c);
- d) précise la nature de l'"examen par un auditeur" mentionné au paragraphe 3.

#### *Article 7*

##### Responsabilité

1. Les États membres veillent à ce que la responsabilité des informations à élaborer et à publier conformément aux articles 4, 5 et 6 incombe à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance.
2. Les États membres veillent à ce que leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité civile s'appliquent aux personnes responsables des informations publiées conformément aux articles 4, 5 et 6.

#### *Article 8*

##### *Exemptions*

Les articles 4, 5 et 6 ne s'appliquent pas aux émetteurs suivants:

- a) Les États et leurs collectivités régionales ou locales, les organismes publics internationaux comptant au moins un État membre parmi leurs membres, la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales, émetteurs ou non d'actions ou d'autres valeurs mobilières; et
- b) les entités qui émettent uniquement des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé d'un État membre, dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 euros.



## Chapitre III

### Informations continue

#### SECTION I

#### INFORMATIONS CONCERNANT LES PARTICIPATIONS IMPORTANTES

##### *Article 9*

##### *Notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes*

1. L'État membre d'origine veille à ce que, lorsqu'un détenteur de valeurs mobilières ou toute personne physique ou morale habilitée à exercer des droits de vote en son nom, acquiert ou cède des droits de vote dans l'entité émettrice ou des capitaux propres de celle-ci, le détenteur des valeurs mobilières soit tenu de notifier à l'émetteur la proportion des droits de vote et du capital qu'il détient comme suite à l'acquisition ou à la cession considérée, lorsque cette proportion atteint ou franchit, à la hausse ou à la baisse, les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % et 75 %.
2. La proportion du capital ne doit être notifiée que si l'État membre d'origine autorise les droits de vote multiples et que l'émetteur prévoit ces droits dans ses statuts ou dans son acte constitutif.
3. Les États membres peuvent ne pas appliquer:
  - a) le seuil de 5 %, lorsque le détenteur de valeurs mobilières ne détient que des valeurs mobilières dérivés au sens de l'article 2, point e) iv), ou que les droits de vote peuvent être exercés comme prévu à l'article 10, point d) ou f);
  - b) le seuil de 30 %, lorsque l'État membre d'origine applique un seuil d'un tiers;
  - c) le seuil de 75 %, lorsque l'État membre d'origine applique un seuil de deux tiers.

##### *Article 10*

##### *Détermination des droits de vote*

Aux fins de déterminer si une notification doit être effectuée en application de l'article 9, paragraphe 1, une personne physique ou morale est considérée comme autorisée à exercer des droits de vote au nom d'un détenteur de valeurs mobilières dans les cas suivants:

- a) les droits de vote sont détenus par un tiers avec qui cette personne a conclu un accord effectif qui les oblige à adopter, par un exercice concerté des droits de

vote qu'ils détiennent, une politique commune durable vis-à-vis de la gestion de la société en question;

- b) les droits de vote sont détenus par un tiers en vertu d'un accord effectif conclu avec cette personne et prévoyant le transfert temporaire et à titre onéreux des droits de vote en question;
- c) les droits de vote attachés aux actions sont nantis à titre de collatéral au bénéfice de cette personne, pour autant que celle-ci contrôle les droits de vote et déclare son intention de les exercer;
- d) les droits de vote sont attachés à des actions dont cette personne a l'usufruit;
- e) les droits de vote sont détenus, ou peuvent être exercés au sens des points a) à d), par une entreprise contrôlée par cette personne;
- f) les droits de vote sont attachés à des actions déposées auprès de cette personne et celle-ci peut les exercer comme elle l'entend en l'absence d'instructions spécifiques des détenteurs;
- g) cette personne, ou l'une des parties mentionnées aux points a) à e), est tenue de vendre les droits de vote, uniquement à l'initiative d'un tiers, ou de les acquérir, de sa propre initiative, en vertu d'un accord en bonne et due forme;
- h) cette personne peut exercer les droits de vote en vertu d'une procuration, sur instruction conjointe des détenteurs des valeurs mobilières.

#### *Article 11*

##### *Procédure en matière de notification et de publicité des participations importantes*

1. La notification requise à l'article 9 comprend les informations suivantes:
  - a) la situation qui résulte de l'opération, en termes de droits de vote et de participation au capital;
  - b) la date à laquelle l'acquisition ou la cession a été effectuée;
  - c) l'identité du détenteur des valeurs mobilières et de la personne physique ou morale habilitée à exercer les droits de vote en son nom; et
  - d) dans les cas visés à l'article 10, points a), b) et g), la rémunération ou toute autre forme de contrepartie concédée en échange des droits de vote.
2. La notification à l'émetteur est effectuée dans un délai de cinq jours ouvrables, commençant le jour auquel le détenteur des valeurs mobilières prend connaissance de l'acquisition ou de la cession, ou auquel il aurait dû en prendre connaissance, compte tenu des circonstances.
3. Lorsqu'une entreprise contrôlée procède à la notification requise conformément au paragraphe 1, le détenteur des valeurs mobilières, ou la personne physique ou morale

habilitée à exercer les droits de vote en son nom, est exonéré de l'obligation d'effectuer la notification.

4. Dès réception de la notification effectuée conformément au paragraphe 1 et au plus tard trois jours ouvrables après celle-ci, l'émetteur publie toute l'information contenue dans la notification, ainsi que la nouvelle répartition des droits de vote et du capital.
5. Pour tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et assurer l'application uniforme des paragraphes 1 à 4 du présent article, la Commission arrête des mesures d'exécution conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2, ayant pour objet:
  - a) d'établir un formulaire type à utiliser dans toute la Communauté aux fins de la notification à l'émetteur des informations requises, conformément au paragraphe 1;
  - b) d'établir un calendrier des "jours ouvrables" pour tous les États membres.  
Article 12

#### *Information complémentaire*

L'émetteur informe sans délai le public:

- a) de toute modification des droits attachés aux différentes catégories d'actions, y compris les droits attachés aux instruments dérivés émis par l'émetteur de ces actions et donnant accès aux actions dudit émetteur;
- b) de toute modification des droits des détenteurs de valeurs mobilières résultant notamment d'un changement des conditions de prêt ou des taux d'intérêt; et
- c) des nouvelles émissions d'emprunts et, en particulier, de toute garantie ou sûreté s'y rapportant.

## **SECTION II**

### **INFORMATION DES DETENTEURS DE VALEURS MOBILIERES**

#### *Article 13*

##### *Information des actionnaires*

1. L'émetteur assure un traitement égal de tous les actionnaires qui se trouvent dans des conditions identiques.
2. L'émetteur veille à ce que tous les équipements et toutes les informations nécessaires pour permettre aux actionnaires d'exercer leurs droits soient disponibles dans l'État membre d'origine et à ce que l'intégrité des données soit préservée. Les actionnaires

ne doivent pas être empêchés d'exercer leurs droits par procuration, dans les conditions prévues par la loi de l'État membre d'origine. En particulier, l'émetteur doit:

- (a) fournir des informations sur le lieu, la date et l'ordre du jour des réunions, le nombre total d'actions et de droits de vote et le droit des actionnaires de participer aux réunions;
- (b) remettre un formulaire de procuration, sur papier ou, le cas échéant, par voie électronique, à chaque personne autorisée à voter à une réunion d'actionnaires, ainsi que l'avis concernant la réunion;
- (c) désigner en tant qu'agent un établissement financier par l'intermédiaire duquel les actionnaires peuvent exercer leurs droits financiers;
- (d) publier des avis ou diffuser des circulaires concernant l'attribution et le paiement des dividendes et l'émission de nouvelles actions, y compris les modalités éventuelles d'attribution, de souscription, d'annulation ou de conversion.

3. L'État membre d'origine autorise les émetteurs à utiliser des moyens électroniques pour la transmission des informations aux actionnaires, sous réserve d'une décision prise en assemblée générale et que les conditions suivantes soient remplies:

- (a) l'utilisation des moyens électroniques ne dépend en aucun cas de l'emplacement du siège ou de la résidence de l'actionnaire ou, dans les cas visés à l'article 10, points (a) à (g), des personnes physiques ou des entités morales;
- (b) des dispositions d'identification sont prévues pour s'assurer que les actionnaires ou, dans les cas visés à l'article 10, points (a) à (g), les personnes physiques ou les entités morales, sont effectivement informés;
- (c) l'utilisation des moyens électroniques pour la transmission des informations reste soumise au consentement individuel de l'actionnaire ou, dans les cas visés à l'article 10, points (a) à (g), de la personne physique ou de l'entité morale;
- (d) toute répartition des coûts inhérents à la transmission des informations par voie électronique est déterminée par l'émetteur conformément au principe d'égalité de traitement fixé dans le paragraphe 1.

4. La Commission, conformément à la procédure prévue à l'article 23, paragraphe 2, adopte des mesures d'exécution afin de tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et des progrès des technologies de l'information et des communications, et d'assurer une application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3 du présent article. En particulier, elle précise les types d'établissements financiers par l'intermédiaire desquels un actionnaire peut exercer les droits financiers mentionnés au paragraphe 2, point c).

## Article 14

### *Information des détenteurs de titres de créance*

1. L'émetteur assure un traitement égal de tous les détenteurs de titres de créance d'un même emprunt en ce qui concerne tous les droits attachés à ces titres.
2. L'émetteur veille à ce que tous les équipements et toutes les informations nécessaires pour permettre aux détenteurs de titres de créance d'exercer leurs droits soient disponibles dans l'État membre d'origine et à ce que l'intégrité des données soit préservée. Les détenteurs de titres de créance ne doivent pas être empêchés d'exercer leurs droits par procuration, dans les conditions prévues par la loi de l'État membre d'origine. En particulier, l'émetteur doit:
  - (a) publier des avis ou diffuser des circulaires concernant le lieu, la date et l'ordre du jour des assemblées des détenteurs de titres de créance, le paiement des intérêts, l'exercice des droits éventuels de conversion, d'échange, de souscription ou d'annulation, et le remboursement, ainsi que le droit de ces détenteurs d'y participer;
  - (b) remettre un formulaire de procuration, sur papier ou, le cas échéant, par voie électronique, à chaque personne autorisée à voter à une réunion de détenteurs de titres de créance, ainsi que l'avis concernant la réunion;
  - (c) désigner en tant qu'agent un établissement financier par l'intermédiaire duquel les détenteurs de titres de créance peuvent exercer leurs droits financiers.
3. Dans le cas où seuls les détenteurs de titres de créance dont le montant par unité atteint au moins 50 000 euros sont invités à se réunir, l'émetteur peut choisir n'importe quel État membre comme lieu de rencontre, à condition que tous les équipements et informations nécessaires pour permettre à ces détenteurs d'exercer leurs droits soient disponibles dans cet État membre.
4. L'État membre d'origine ou bien l'État membre choisi en vertu du paragraphe 3 autorise les émetteurs à utiliser des moyens électroniques pour la transmission des informations aux détenteurs de titres de créance, sous réserve d'une décision prise en assemblée générale et que les conditions suivantes soient remplies:
  - (a) l'utilisation des moyens électroniques ne dépend en aucun cas de l'emplacement du siège ou de la résidence du détenteur de titres de créance ou du mandataire qui le représente;
  - (b) des dispositions d'identification sont prévues pour s'assurer que les détenteurs de titres de créance et les mandataires qui les représentent sont effectivement informés;
  - (c) l'utilisation des moyens électroniques pour la transmission des informations reste soumise au consentement individuel du détenteur de titres de créances ou du mandataire autorisé à donner ce consentement;

- (d) toute répartition des coûts inhérents à la transmission des informations par voie électronique est déterminée par l'émetteur conformément au principe d'égalité de traitement fixé dans le paragraphe 1.
5. La Commission, conformément à la procédure prévue à l'article 23, paragraphe 2, adopte des mesures d'exécution afin de tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et des progrès des technologies de l'information et des communications, et d'assurer une application uniforme des paragraphes 1 à 4 du présent article. En particulier, elle précise les types d'établissements financiers par l'intermédiaire desquels un détenteur de titres de créance peut exercer les droits financiers mentionnés au paragraphe 2, point c).

## Chapitre IV

### Obligations générales

#### *Article 15*

##### *Contrôle par l'État membre d'origine*

1. Chaque fois que l'émetteur rend publiques des informations réglementées, il dépose en même temps ces informations auprès de l'autorité compétente de son État membre d'origine. Celle-ci peut décider de publier lesdites informations sur son site internet.

Lorsqu'un émetteur souhaite modifier son acte constitutif ou ses statuts, il communique le projet de modification à l'autorité compétente de son État membre d'origine ainsi qu'au marché réglementé sur lequel ses titres sont admis à la négociation. Cette communication a lieu sans délai, et au plus tard à la date de convocation de l'assemblée générale qui doit se prononcer sur la modification ou en être informée.

2. L'État membre d'origine peut exempter un émetteur de l'obligation imposée au paragraphe 1 pour ce qui est des informations divulguées conformément à l'article 6 de la directive 2003/6/CE ou à l'article 11, paragraphe 4, de la présente directive.
3. Les informations à notifier à l'émetteur conformément à l'article 9 sont déposées en même temps auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine.
4. Afin d'assurer une application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3 de cet article, la Commission, conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2, adopte des mesures d'exécution.

En particulier, la Commission fixe la procédure suivant laquelle un émetteur ou un détenteur de valeurs mobilières doit déposer des informations auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine, en application des paragraphes 1 ou 3, respectivement, afin de:

- (a) permettre le dépôt par voie électronique dans l'État membre d'origine;
- (b) coordonner le dépôt du rapport financier annuel visé à l'article 4 de la présente directive avec celui des informations annuelles visées à l'article 10 de la directive [...]/... /CE ] [ sur les prospectus ].

La Commission établira également un formulaire-type à utiliser dans toute la Communauté pour le dépôt d'informations en application du paragraphe 3.

## Article 16

### Langues

1. Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé du seul État membre d'origine, les informations réglementées sont rendues publiques dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre. Lorsque le montant par unité de ces titres s'élève au moins à 50 000 euros, les informations réglementées peuvent, au choix de l'émetteur, être fournies seulement dans une langue usuelle dans le domaine des finances internationales.
2. Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé à la fois de l'État membre d'origine et d'un ou de plusieurs États membres d'accueil, les informations réglementées sont rendues publiques:
  - (a) dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'État membre d'origine;
  - (b) au choix de l'émetteur, dans une langue acceptée par l'autorité compétente dans chaque État membre d'accueil ou dans une langue usuelle dans le domaine des finances internationales.
3. Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un seul État membre d'accueil et non dans l'État membre d'origine, les informations réglementées sont rendues publiques dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre d'accueil. Lorsque le montant par unité de ces titres s'élève au moins à 50 000 euros, les informations réglementées peuvent, au choix de l'émetteur, être fournies seulement dans une langue usuelle dans le domaine des finances internationales.

Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans plus d'un État membre d'accueil, mais non dans l'État membre d'origine, les informations réglementées sont rendues publiques soit dans une langue acceptée par l'autorité compétente de chaque État membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans le domaine des finances internationales.
4. Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé sans le consentement de l'émetteur, les obligations imposées aux paragraphes 1, 2 et 3 incombent, non pas à l'émetteur, mais à la personne qui, sans le consentement de celui-ci, a demandé cette admission.
5. Les États membres autorisent les détenteurs de valeurs mobilières à ne notifier les informations à un émetteur en vertu de la présente directive que dans une langue usuelle dans le domaine des finances internationales.
6. Dans le cas où une action concernant le contenu des informations réglementées est intentée devant une cour ou un tribunal d'un État membre, la responsabilité des coûts engagés pour la traduction de ces informations aux fins de la procédure est attribuée conformément à la loi de cet État membre.



## Article 17

### *Accès rapide aux informations réglementées*

1. L'État membre d'origine veille à ce que l'émetteur rende public les informations réglementées d'une manière qui permette d'y accéder en temps utile. En particulier, il exige de l'émetteur qu'il fasse appel à des médias dont on puisse raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations sur l'ensemble de son territoire ainsi qu'à l'étranger. L'État membre d'origine ne peut obliger l'émetteur à faire uniquement appel à des médias dont les opérateurs sont établis sur son territoire. Il ne peut non plus empêcher l'émetteur d'utiliser un seul support médiatique pour diffuser toutes les informations réglementées.
2. Un État membre d'accueil ne peut imposer aux émetteurs aucune condition concernant les médias à utiliser pour la diffusion des informations réglementées. Toutefois, un État membre d'accueil peut exiger des émetteurs:
  - (a) qu'il publie les informations réglementées sur leurs sites internet, auquel cas l'État membre d'accueil doit tenir le public informé de ces sites;
  - (b) qu'ils préviennent toute personne intéressée, gratuitement et sans délai, de toute nouvelle information publiée, ou de toute modification apportée aux informations réglementées qui ont été déjà rendues publiques, et ce par voie électronique ou bien, sur demande, par courrier traditionnel.
3. Lorsque des titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé d'un seul État membre d'accueil et non dans l'État membre d'origine, l'État membre d'accueil veille à ce que les informations réglementées soient rendues publiques conformément aux exigences formulées au paragraphe 1.
4. La Commission adopte des mesures d'exécution conformément à la procédure prévue dans l'article 23, paragraphe 2, afin de tenir compte de l'évolution technique des marchés financiers et des progrès des technologies de l'information et des communications, et d'assurer une application uniforme des paragraphes 1, 2 et 3 du présent article.

En particulier, la Commission fixe:

- (a) des normes minimales pour la diffusion des informations réglementées via les sites internet des émetteurs, y compris les conditions dans lesquelles sont prévenues les parties intéressées;
- (b) pour les différents types d'informations, les conditions et les délais dans lesquels les informations réglementées publiées doivent être tenues à la disposition du public.

La Commission peut aussi établir et mettre à jour une liste de médias pour la diffusion de l'information au public.

## *Article 18*

### *Orientations*

1. Les autorités compétentes des États membres fixent des orientations visant à faciliter encore l'accès du public aux informations publiées en vertu de la directive 2003/6/CE, de la directive [...] /CE ] [ sur les prospectus ] et de la présente directive.

Concrètement, ces orientations concernent la création :

- (a) d'un réseau informatique national regroupant les régulateurs nationaux des marchés de valeurs mobilières, les opérateurs des marchés réglementés et les registres de société nationaux couverts par la directive 68/151/CEE du Conseil<sup>57</sup>;
  - (b) d'un réseau informatique unique, ou d'une plate-forme de réseaux informatiques, reliant tous les États membres.
2. La Commission réexaminera les résultats obtenus en la matière le 31 décembre 2006 au plus tard et pourra, conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2, adopter des mesures d'exécution visant à faciliter le respect des articles 15 et 17.

## *Article 19*

### *Pays tiers*

1. Lorsque le siège central d'un émetteur est situé dans un pays tiers, l'autorité compétente de l'État membre d'origine peut exempter cet émetteur des exigences énoncées dans les articles 4 à 7 et 11 à 14, à condition que la loi du pays tiers en question fixe des obligations au moins équivalentes.

Néanmoins, les informations couvertes par les obligations imposées dans le pays tiers doivent être déposées conformément à l'article 15 et rendues publiques conformément aux articles 16 et 17.

2. L'autorité compétente de l'État membre d'origine veille à ce que les informations divulguées dans un pays tiers qui peuvent revêtir de l'importance pour le public dans la Communauté soient rendues publiques conformément aux articles 16 et 17, même si ces informations ne sont pas des informations réglementées au sens de l'article 2, paragraphe 1, point k), de la présente directive.
3. Afin d'assurer une application uniforme des paragraphes 1 et 2, la Commission peut, conformément à la procédure visée à l'article 23, paragraphe 2, adopter des mesures d'exécution indiquant qu'en raison de ses dispositions législatives, réglementaires ou administratives, ou bien de ses pratiques ou procédures fondées sur les normes

---

<sup>57</sup> JO L 65 du 14.3.1968, p. 8.

édictees par des organisations internationales, un pays tiers impose des exigences en matière d'information équivalentes à celles que prévoit la présente directive.

## Chapitre V

### Autorités compétentes

#### Article 20

##### *Autorités compétentes et leurs droits*

1. Chaque État membre désigne l'autorité centrale visée à l'article 21, paragraphe 1, de la directive [.../... /CE ] [ sur les prospectus ] en tant qu'autorité administrative centrale compétente chargée de s'acquitter des obligations prévues dans la présente directive et de faire en sorte que les dispositions adoptées conformément à la présente directive soient appliquées. Les États membres en informent la Commission.
2. Les États membres peuvent autoriser leur autorité compétente centrale à déléguer certaines tâches. Toute délégation de tâches relative aux obligations prévues dans la présente directive et dans ses mesures d'exécution prend fin cinq ans après l'entrée en vigueur de la directive [ .../... /CE ] [ sur les prospectus ]. Les délégations de tâches sont formulées de manière précise, indiquant quelles tâches doivent être entreprises et selon quelles modalités.

Dans ces modalités figure une clause exigeant de l'entité en question qu'elle soit organisée de telle sorte qu'il n'y ait pas de conflits d'intérêts et que les informations qu'elle tire de l'exercice des tâches déléguées ne soient pas utilisées de façon déloyale ou en vue d'entraver la concurrence. En tout état de cause, la responsabilité concernant la manière dont sont respectées les dispositions de la présente directive et les mesures d'exécution adoptées en vertu de celle-ci incombe en dernier ressort à l'autorité compétente désignée conformément au paragraphe 1.

3. Les États membres informent la Commission et les autorités compétentes des autres États membres de toute disposition prise concernant la délégation de tâches, y compris des modalités précises applicables à ces délégations.
4. Les autorités compétentes doivent avoir tout pouvoir nécessaire à l'exercice de leurs fonctions. Elles sont au moins autorisées :
  - (a) à exiger des émetteurs, des détenteurs de valeurs mobilières, et des personnes qui les contrôlent ou sont contrôlées par eux qu'ils fournissent des informations et des documents;
  - (b) à exiger des dirigeants et, au besoin, des auditeurs de l'entreprise émettrice qu'ils rendent publiques les informations requises au point (a) par les moyens et dans les délais que l'autorité juge nécessaires. Dans le cas où l'émetteur, ou les personnes qui le contrôlent ou sont contrôlées par lui, omettent de le faire,

l'autorité compétente peut, après avoir entendu l'émetteur, publier ces informations de sa propre initiative;

- (c) à exiger des dirigeants des détenteurs de valeurs mobilières qu'ils notifient les informations exigées par la présente directive ou par des dispositions de droit interne adoptées conformément à la présente directive, et, s'il y a lieu, qu'ils fournissent des informations et des documents supplémentaires;
  - (d) à suspendre, ou à demander au marché réglementé en cause de suspendre, la cotation des valeurs mobilières pour une période maximale de dix jours à la fois, si elles ont de bonnes raisons de soupçonner que les dispositions de la présente directive, ou les dispositions de droit interne adoptées conformément à celle-ci, ont été enfreintes par l'émetteur;
  - e) à interdire la cotation sur un marché réglementé si elles constatent que les dispositions de la présente directive ou les dispositions de droit interne adoptées conformément à celle-ci ont été enfreintes, ou si elles ont de bonnes raisons de croire que tel serait le cas;
  - f) à faire en sorte que l'émetteur rende publiques les informations requises en temps opportun et d'une manière qui garantisse un accès effectif et égal au public de tous les États membres où les titres sont vendus;
  - g) à rendre public le fait qu'un émetteur, ou un détenteur de valeurs mobilières, ne se conforme pas aux obligations qui lui incombent;
  - h) à vérifier l'exhaustivité, l'exactitude, et l'intelligibilité des informations exigées par la présente directive, dans la mesure où un État membre décide de rendre obligatoire cette vérification en ce qui concerne les trois aspects ou seulement l'exhaustivité et l'intelligibilité.
5. Le cas échéant, l'autorité compétente peut s'adresser à l'autorité juridictionnelle compétente pour obtenir l'autorisation d'exercer les prérogatives visées aux points (d) et (e).
6. Les paragraphes 1 à 5 sont sans préjudice de la possibilité pour un État membre de prendre des dispositions juridiques et administratives distinctes pour les territoires européens d'outre-mer dont les relations extérieures lui incombent.

## *Article 21*

### *Secret professionnel et coopération entre les États membres*

1. L'obligation de secret professionnel s'applique à tous ceux qui travaillent ou qui ont travaillé pour l'autorité compétente et pour les entités auxquelles les autorités compétentes peuvent avoir délégué certaines tâches. Les informations couvertes par le secret professionnel ne peuvent être révélées à aucune autre personne ou autorité sauf en vertu des lois, règlements ou dispositions administratives d'un État membre.
2. Les autorités compétentes des États membres collaborent les unes avec les autres chaque fois que cela est nécessaire à l'accomplissement de leur mission, en faisant

usage des pouvoirs qui leur sont conférés soit par la présente directive, soit par leur législation nationale. Toute autorité compétente doit prêter son concours aux autorités compétentes des autres États membres.

3. Le paragraphe 1 n'empêche pas les autorités compétentes de s'échanger des informations confidentielles. Les informations ainsi échangées sont couvertes par le secret professionnel, auquel sont tenues les personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités compétentes qui reçoivent ces informations.

## *Article 22*

### *Mesures conservatoires*

1. Lorsque l'autorité compétente d'un État membre d'accueil constate qu'un émetteur ou un détenteur de valeurs mobilières a commis des irrégularités ou a enfreint ses obligations, elle fait part de ses observations à l'autorité compétente de l'État membre d'origine.
2. Si, en dépit des mesures prises par l'autorité compétente de l'État membre d'origine ou en raison du caractère inadéquat de ces mesures, l'émetteur ou le détenteur de valeurs mobilières continue d'enfreindre les dispositions législatives ou réglementaires applicables, l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, après en avoir informé l'autorité compétente de l'État membre d'origine, prend toutes les mesures qui s'imposent pour protéger les investisseurs conformément à l'article 3, paragraphe 2. La Commission est informée le plus tôt possible de l'adoption de telles mesures.

## **Chapitre VI**

### **Mesures d'exécution**

## *Article 23*

### *Comité*

1. La Commission est assistée du comité européen des valeurs mobilières institué par l'article 1 de la décision 2001/528/CE.
2. Lorsqu'il est fait référence au présent paragraphe, la procédure réglementaire prévue à l'article 5 de la décision 1999/468/CE s'applique, dans le respect des articles 7 et 8 de celle-ci, à condition que les mesures d'exécution adoptées conformément à cette procédure ne modifient pas les dispositions essentielles de la présente directive.
3. La période prévue à l'article 5, paragraphe 6, de la décision 1999/468/CE est fixée à trois mois.

4. Sans préjudice des mesures d'exécution déjà arrêtées, à l'issue d'une période de quatre ans à compter de l'entrée en vigueur de la présente directive, l'application de ses dispositions concernant l'adoption de règles techniques et de décisions selon la procédure visée au paragraphe 2 est suspendue. Sur proposition de la Commission, le Parlement européen et le Conseil peuvent renouveler les dispositions concernées, selon la procédure prévue à l'article 251 du traité, et, à cet effet, ils les réexaminent avant la fin de la période de quatre ans.

#### *Article 24*

##### *Sanctions*

1. Sans préjudice de leur droit d'appliquer des sanctions pénales, les États membres veillent, conformément à leur droit interne, à ce que des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives infligées aux personnes responsables, lorsque les dispositions arrêtées en application de la présente directive n'ont pas été respectées. Les États membres garantissent que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives.
2. Les États membres autorisent l'autorité compétente concernée à rendre publiques toute mesure prise ou sanction infligée pour non-respect des dispositions adoptées en application de la présente directive, excepté dans les cas où leur divulgation perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause.

#### *Article 25*

##### *Voies de recours juridictionnelles*

Les États membres veillent à ce que les décisions prises en vertu des dispositions législatives, réglementaires et administratives adoptées en application de la présente directive puissent faire l'objet d'un recours juridictionnel.

## **Chapitre VII**

### **Dispositions transitoires et dispositions finales**

#### *Article 26*

##### *Dispositions transitoires*

1. Nonobstant l'article 5, paragraphe 3, de la présente directive, l'État membre d'origine peut exempter de l'obligation de publier des états financiers, conformément au règlement (CE) n°1606/2002:

- (a) tous les émetteurs pendant l'exercice commençant le 1er janvier 2005 ou plus tard;
  - (b) les émetteurs visés à l'article 9 du règlement (CE) n°1606/2002 pendant les exercices commençant les 1er janvier 2005 et 1er janvier 2006 ou plus tard.
2. Nonobstant l'article 11, paragraphe 2, un actionnaire notifie à l'émetteur, au plus tard le 15 janvier 2005, la proportion de droits de vote et de capitaux qu'il détient à cette date, conformément aux articles 9 et 10, dans sa société, à moins qu'il n'ait déjà adressé une notification contenant des informations équivalentes avant cette date.

Nonobstant l'article 11, paragraphe 4, un émetteur rend public à son tour les informations reçues dans ces notifications au plus tard le 31 janvier 2005.

3. L'État membre d'origine peut exempter les émetteurs de titres de créance de publier des rapports financiers semestriels conformément à l'article 5 pendant trois années suivant l'entrée en vigueur de la présente directive, à condition que :
- (a) la dernière demande d'admission à la négociation des obligations de l'émetteur sur un marché réglementé d'un quelconque État membre ait été faite avant l'entrée en vigueur de la directive [.../... /CE ] [ sur les prospectus ];
  - (b) l'État membre d'origine ait décidé de permettre aux émetteurs de bénéficier des dispositions de l'article 27 de la directive 2001/34/CE.

Après la fin de la période de trois ans, les dispenses ne peuvent être accordées qu'en vertu de l'article 8.

#### *Article 27*

#### *Transposition*

1. Les États membres prennent les mesures nécessaires pour se conformer à la présente directive au plus tard le 31 décembre 2004. Celles-ci font référence à la présente directive ou sont accompagnées d'une telle référence lors de leur publication officielle. Les modalités de cette référence sont arrêtées par les États membres.
2. Lorsqu'ils prennent des mesures en vertu des articles 3, paragraphe 1, ou 26, les États membres les communiquent sans délai à la Commission et aux autres États membres.

#### *Article 28*

#### *Modifications*

À compter de la date mentionnée à l'article 27, paragraphe 1, la directive 2001/34/CE est modifiée comme suit:

- (1) à l'article 1, les points (g) et (h) sont supprimés;

- (2) l'article 4 est supprimé;
- (3) à l'article 6, le paragraphe 2 est supprimé;
- (4) à l'article 8, le paragraphe 2 est remplacé par le texte suivant:

"2. Les États membres peuvent soumettre les émetteurs de valeurs mobilières admises à la cote officielle à des exigences complémentaires, à condition que celles-ci soient d'application générale pour les émetteurs ou par catégorie d'émetteurs";

- (5) les articles 64 à 97 sont supprimés;
- (6) les articles 102 et 103 sont supprimés;
- (7) à l'article 107, paragraphe 3, le deuxième alinéa est supprimé;
- (8) l'article 108 est modifié comme suit:
  - (a) dans le paragraphe 2, point a), le membre de phrase "information périodique à publier par les sociétés dont les actions sont admises" est supprimé;
  - (b) dans le paragraphe 2, le point b) est supprimé;
  - (c) dans le paragraphe 2, le point c) (iii) est supprimé;
  - (d) dans le paragraphe 2, le point d) est supprimé.

Les références aux dispositions supprimées seront considérées comme renvoyant aux dispositions de la présente directive.

#### *Article 29*

#### *Révision*

La Commission fait rapport au plus tard le 30 juin 2007 au Parlement européen et au Conseil sur l'application de la présente directive.

#### *Article 30*

#### *Entrée en vigueur*

La présente directive entre en vigueur le vingtième jour suivant celui de sa publication au Journal Officiel de l'Union européenne.



*Article 31*

*Destinataires*

Les États membres sont destinataires de la présente directive.

Fait à Bruxelles, [...]

*Par le Parlement européen*  
*Le président*

*Par le Conseil*  
*Le président*

# **FICHE D'ÉVALUATION D'IMPACT**

## **IMPACT DE LA PROPOSITION SUR LES ENTREPRISES ET, EN PARTICULIER, SUR LES PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES (PME)**

### **INTITULE DE LA PROPOSITION**

DIRECTIVE du PARLEMENT EUROPÉEN ET du CONSEIL sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

### **NUMERO DE REFERENCE DU DOCUMENT**

COM (XXX)

### **LA PROPOSITION**

1. Compte tenu du principe de subsidiarité, pourquoi une législation communautaire est-elle nécessaire dans ce domaine et quels sont ses principaux objectifs?

Un marché financier unique devrait promouvoir la compétitivité de l'économie européenne, la réduction du coût du capital et un accroissement du niveau d'information sur les émetteurs de valeurs mobilières favorisant une protection effective des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers.

Un marché financier intégré devrait être fondé sur un ensemble harmonisé de principes et de règles. L'objectif de ces règles sera d'assurer un niveau élevé de protection des investisseurs à l'échelle communautaire, permettant aux États membres de réduire efficacement les obstacles nationaux qui gênent les émetteurs désireux d'accéder aux marchés réglementés d'autres États membres. Étant donné la diversité des émetteurs couverts par la présente directive, l'État membre d'origine de l'émetteur devrait être autorisé à imposer des exigences de publicité plus rigoureuses ou complémentaires.

Cette action répond à la volonté des Conseils européens de Lisbonne, Stockholm et Barcelone de voir réaliser un marché financier intégré et accorder en particulier la priorité à la législation relative aux marchés des valeurs mobilières prévue dans le plan d'action pour les services financiers ainsi que dans le rapport du Comité des Sages sur la réglementation des marchés européens de valeurs mobilières.

### **IMPACT SUR LES ENTREPRISES**

2. Qui sera touché par la proposition?
  - quels secteurs d'activité: les sociétés faisant appel public à l'épargne dont les titres sont admis à la négociation sur les marchés réglementés des États membres. Tous les secteurs seront concernés. Les fonds de placement détenant des titres pour le compte de leurs clients. Les auditeurs/experts-comptables chargés de la vérification/l'élaboration des états financiers (comptes) des sociétés.

- quelles tailles d'entreprises (quelle est la concentration de petites et moyennes entreprises): toutes les sociétés faisant appel public à l'épargne, y compris les petites et moyennes entreprises. Néanmoins, il conviendrait de noter que les petites entreprises ne sont généralement pas cotées sur les marchés réglementés. La proportionnalité a été respectée en ce sens que les PME ne sont pas soumises à des exigences trop rigoureuses en matière de publicité. Dans la pratique, les grandes sociétés ("les sociétés de premier ordre") fournissent déjà de plus amples informations aux marchés des valeurs mobilières.
- Y a-t-il dans la Communauté des zones géographiques particulières où ces entreprises sont implantées? Non. Mais la négociation de titres particuliers (actions, obligations, dérivés) peut se concentrer dans des zones spécifiques.

3. Quelles mesures les entreprises doivent-elles prendre pour se conformer à la proposition?

Les émetteurs de valeurs mobilières auront un délai de trois mois pour se conformer aux exigences relatives au rapport financier annuel, et de deux mois pour répondre aux exigences concernant l'information financière intermédiaire (le rapport financier semestriel et l'information financière trimestrielle). Ils seront tenus en outre de rendre publiques toutes les modifications apportées à leurs statuts/actes constitutifs, ainsi que leurs règles internes relatives à l'acquisition de leurs propres actions et à la rémunération des dirigeants par des titres, y compris des options d'achat d'actions. En ce qui concerne les réunions de détenteurs de valeurs mobilières, les sociétés faisant appel public à l'épargne seront tenues d'autoriser la participation à ces réunions par procuration, mais auront aussi la possibilité d'inviter leurs actionnaires à décider de l'introduction de moyens électroniques.

Les sociétés qui détiennent des valeurs mobilières seront tenues de notifier plus fréquemment et plus rapidement aux émetteurs l'acquisition ou la cession de participations importantes. De façon complémentaire, l'émetteur devra rendre publiques ces notifications.

4. Quels effets économiques la proposition est-elle susceptible d'avoir:

- sur l'emploi?

La proposition devrait avoir des effets bénéfiques sur la création d'emplois. En facilitant et en réduisant le coût de la mobilisation directe de capitaux sur les marchés européens des valeurs mobilières, elle accroîtra, en effet, le montant des nouvelles ressources financières accessibles aux entreprises. En outre, on peut s'attendre à ce que l'amélioration des normes en matière d'information protégeant les investisseurs suscite de leur part une loyauté et une confiance accrue envers les marchés des capitaux.

- sur l'investissement et la création de nouvelles entreprises?

Un fonctionnement efficace des marchés européens des valeurs mobilières devrait améliorer la performance macroéconomique globale et la confiance des investisseurs dans l'économie, avec une croissance plus dynamique se répercutant favorablement sur l'innovation et la productivité des entreprises (en favorisant notamment le développement du capital-risque).

– sur la compétitivité de s entreprises?

Un effet positif peut être attendu à la fois de la baisse du coût de la mobilisation des capitaux dans l'Union européenne et de l'adoption de nouvelles exigences de publicité communautaires rigoureuses auxquelles les États membres d'accueil ne pourront pas ajouter d'obligation supplémentaire. Ceci est toutefois sans préjudice d'autres exigences concernant l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

5. La proposition contient-elle des mesures visant à tenir compte de la situation spécifique des petites et moyennes entreprises (exigences réduites ou différentes, etc.)?

La proposition prévoit que l'adoption de règles techniques supplémentaires par voie de comitologie. Si la Commission, à travers le processus de consultation mené en coopération avec le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, prend connaissance d'effets négatifs potentiels des mesures d'exécution détaillées qu'elle propose, elle réévaluera lesdites mesures pour tenir dûment compte de ces risques.

L'impact des exigences de publicité périodique (le rapport financier annuel, les rapports financiers intermédiaires) sur les PME a été évalué notamment lors de deux consultations ouvertes et publiques des milieux d'affaires, participants au marché et investisseurs. Il en est ressorti que le profil de rétribution/risque des PME cotées sur les marchés réglementés, notamment des jeunes sociétés, ne justifiait pas l'adoption d'exemptions spécifiques. En fait, les investisseurs ont rencontré des problèmes particuliers avec les PME dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé (par exemple, le Neuer Markt en Allemagne), et on notera que certains États membres ont introduit des exigences de publicité encore plus élevées pour les jeunes PME (UK et LUX). Cette ligne de conduite a le soutien du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, dont sont membres les autorités de surveillance nationales des marchés de valeurs mobilières.

Cela étant, le contenu des rapports périodiques sera défini dans des contextes différents où des solutions sur mesure pour les PME sont prévues (dans les directives "droit des sociétés" pour ce qui est du rapport de gestion) ou seront prévues (dans le règlement IAS en ce qui concerne les états financiers pour lesquels des normes comptables internationales spécifiques sont en préparation).

## CONSULTATIONS

6. Énumérer les organisations qui ont été consultées sur la proposition et exposer leurs principaux points de vue (voir également la section 2.1. de l'exposé des motifs).

Les recommandations du Comité des Sages sur la réglementation des marchés européens des valeurs mobilières (comité Lamfalussy) ont nécessité de vastes consultations, précoces et systématiques. Le Conseil européen de Stockholm a approuvé ce processus en mars 2001, et le Parlement européen en février 2002.

Le 11 Juillet 2001, la Commission a publié un premier document de consultation dans lequel elle a présenté ses points de vue initiaux concernant la réforme des exigences de publicité au niveau communautaire. Elle a reçu 91 réponses, de tous les

États membres ainsi que de pays tiers, dont elle a publié un résumé en décembre 2001.

À la lumière de ces réactions, la Commission a publié un deuxième et dernier document de consultation le 8 mai 2002 et fixé un délai de deux mois pour les réponses. Dans ce nouveau document, elle ajustait ses points de vue initiaux, attirait l'attention du public sur les liens entre cette initiative et d'autres travaux entrant dans le cadre de son action dans le domaine de la publicité et de la transparence (tels que le règlement IAS et les prochaines directives sur les prospectus et l'abus de marché) et faisait le point de manière détaillée sur l'état d'avancement de sa proposition finale.

La Commission a encore reçu 93 réponses à ce deuxième document, de tous les États membres, mais aussi de pays tiers et des organisations européennes ou internationales suivantes: groupement européen des caisses d'épargne (ESBG), association internationale des marchés primaires (IPMA), fédération des bourses européennes (FESE), association européenne des régimes de retraite complémentaires (EFRP), association européenne des éditeurs de journaux (ENPA), fédération européenne des experts-comptables (FEE), union des confédérations industrielles et des employeurs d'Europe (UNICE), Euroshareholders.

Enfin, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR) a lui aussi répondu en octobre 2002 au deuxième document de consultation. Dans cette réponse, il souligne que les questions de gouvernement d'entreprise doivent être traitées, tout en admettant que les règles de transparence ne sont qu'un outil indirect et ne concernent pas les règles régissant le fonctionnement d'une société. Il demande également que soient trouvées des solutions cohérentes pour les exigences relatives au rapport financier annuel et pour le document d'enregistrement prévu par la future directive sur les prospectus. Par ailleurs, le CESR soutient totalement l'introduction d'informations financières trimestrielles (à l'exception d'un de ses membres), mais a des réserves quant au fait de prévoir des solutions spécifiques pour les PME. Il estime qu'une information financière semestrielle pour les émetteurs de titres de créance refléterait convenablement le profil de risque de ces valeurs. Enfin, s'il accueille favorablement le renforcement des exigences de publicité concernant les droits de vote et la structure du capital, il souligne la nécessité de disposer de règles d'application détaillées pour garantir l'efficacité du système. Quant à la manière dont les informations financières devraient être diffusées, le CESR n'est pas convaincu qu'un affichage sur le site internet de l'émetteur représente une solution appropriée.