

N° 5711²

CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2007-2008

PROJET DE LOI

relative aux obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant transposition de:

- **la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE;**
- **l'article 9 du règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales;**

et portant modification de:

- **la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier**

* * *

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

(20.11.2007)

Le présent projet de loi vise à transposer en droit luxembourgeois

- 1) la directive 2004/109/EC du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, ci-après la „Directive“;
- 2) l'article 9 du règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, ci-après le „Règlement IAS“;
- 3) et portant modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier.

La conjonction de la Directive et du Règlement IAS est censée réaliser une transposition complète des obligations de transparence au niveau national.

La Chambre de Commerce est d'avis que le projet de loi sous avis transpose fidèlement la Directive transparence, tant dans sa forme que dans son contenu.

D'une manière générale, concernant les nouvelles obligations déclaratives qui visent les émetteurs d'obligations admises à la cote officielle sur des marchés réglementés, la Chambre de Commerce estime que ces obligations viseront en pratique un nombre non négligeable d'émetteurs luxembourgeois, compte tenu du seuil relativement bas (valeur nominale inférieure à € 1.000) fixé par la Directive.

Concernant l'information périodique et s'agissant des obligations à la charge des émetteurs d'actions dont le „Luxembourg est l'Etat d'origine“, la Chambre de Commerce déplore que les auteurs du projet de loi sous avis aient pris le parti d'adopter une approche „extraterritoriale“ du droit luxembourgeois des sociétés en faisant application de l'article 6 de la Directive. En effet, aux termes de l'article 5 du dispositif, l'exigence d'effectuer une déclaration intermédiaire par des personnes responsables de la direction à la fin du premier et du deuxième semestre de l'exercice et de publier éventuellement un

rapport trimestriel ne se limite pas aux émetteurs ayant leur siège social au Luxembourg, mais est prévue d'être étendue à tous les émetteurs d'actions dont le Luxembourg est l'Etat d'origine.

Par ailleurs, elle invite le législateur et les autorités réglementaires à clarifier si

- les fonds d'investissement spécialisés (SIF) sont bien soumis sous l'effet de la transposition de la Directive à l'obligation de publier un rapport semestriel, disposition qui viendrait contredire la loi du 13 février 2007 sur les fonds d'investissement spécialisés qui, actuellement les en dispense,
- les émetteurs d'actions sous-jacentes de certificats de dépôt d'actions émis après le 1er janvier 2005 sont tenus à l'obligation de publier des rapports semestriels et des déclarations intermédiaires de leur direction, et
- quelles seraient les règles applicables au retrait de la cote officielle de la Bourse de Luxembourg et au transfert sur des marchés Euro-MTF pour les émetteurs non européens d'obligations convertibles existantes (certificats de dépôt) désireux de ne pas se conformer aux nouvelles obligations déclaratives.

La Chambre de Commerce déplore cependant que les règles contenues dans le présent dispositif et le projet de règlement grand-ducal à venir se traduisent (une nouvelle fois) par des coûts supplémentaires pour les acteurs concernés (émetteurs, banques, bourse et clients). Pour ces raisons, elle plaide en faveur d'une transposition aussi proche que possible de la Directive afin de maintenir un cadre flexible. Cette approche devrait présenter l'avantage d'éviter des distorsions coûteuses pour les banques qui fournissent des services transfrontaliers.

En effet, dans un contexte mondial de compétitivité, il s'agit de maintenir l'attrait des bourses européennes pour les sociétés étrangères, de faire en sorte de leur permettre de gagner en visibilité, tout en s'affranchissant des contraintes réglementaires américaines. Aussi faut-il maintenir l'attrait de la place de Luxembourg comme place de listing pour les émetteurs internationaux.

Enfin, le recours obligatoire aux normes IFRS pour la présentation des états financiers consolidés à partir du 1er janvier 2008 n'aura à son avis qu'une faible incidence, compte tenu du nombre limité d'émetteurs luxembourgeois visés.

D'une manière générale, si l'application du référentiel IFRS par les sociétés cotées européennes constitue indéniablement une grande avancée vers l'harmonisation des normes comptables, la transparence et l'homogénéité des principes restent toutefois des enjeux importants pour l'avenir. Abstraction faite de la moindre flexibilité des normes IFRS comparées aux normes GAAP, l'enjeu réside surtout dans le coût fiscal qui résultera de l'application des normes IFRS, en raison de la revalorisation obligée des actifs et donc des comptes des sociétés commerciales et des PSF.

*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce approuve le projet de loi sous avis sous réserve de la prise en compte de ses commentaires, concernant spécifiquement la dispense pour les émetteurs de valeurs mobilières dont le Luxembourg est l'Etat d'origine de publier des rapports trimestriels.

Appréciation du projet de loi:

	<i>Incidence</i>
Compétitivité de l'économie luxembourgeoise	-
Impact financier sur les entreprises	-
Transposition de la directive	0
Simplification administrative	-
Impact sur les finances publiques	n.a.

Appréciations: ++ : très favorable
+ : favorable
0 : neutre
- : défavorable
- - : très défavorable
n.a. : non applicable
n.d. : non disponible

*

CONSIDERATIONS GENERALES

Le contexte européen du projet de loi

La Directive est le résultat du Plan d'Action élaboré par la Commission européenne en 1999 en vue de fixer un cadre aux marchés financiers. Lors du Conseil européen de Lisbonne de Mars 2000, les Etats membres ont reconnu la nécessité de mettre en oeuvre le Plan d'Action et l'ont ensuite approuvé, à l'occasion du Conseil européen de Barcelone, en mars 2002.

L'objectif principal étant l'intégration du marché intérieur des capitaux, la Directive fixe les règles en vue de parvenir à une plus grande harmonisation des dispositions des droits nationaux en matière de transparence, en facilitant l'accès à l'information relative aux émetteurs, via la levée des obstacles existants. Ces informations sont destinées aux investisseurs et porteurs de titres afin de leur procurer les moyens d'apprécier la situation financière d'un émetteur donné ainsi que d'appréhender les principaux événements affectant la situation des titres émis par ces émetteurs. D'autre part, le dispositif vise à promouvoir et garantir la confiance durable des investisseurs dans la détention des valeurs mobilières cotées.

L'intégration des marchés financiers s'articule autour de l'obligation pour l'Etat membre d'origine de ne pas imposer aux émetteurs des règles plus strictes que celles contenues dans la Directive et pour l'Etat membre d'accueil, s'agissant de l'admission de valeurs mobilières sur son territoire, celle de s'abstenir d'imposer des exigences d'information plus strictes concernant ces valeurs que celles contenues dans la Directive.

Concernant sa mise en oeuvre, la Directive doit être lue à la lumière et conjointement avec

- la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 „prospectus“ (the Prospectus Directive, ci-après la „PD“) qui fixe les exigences à la charge des émetteurs dans le cadre du prospectus d'offre applicable à des valeurs mobilières cotées ou faisant l'objet d'une offre dans le cadre de l'Union européenne et concernant l'information financière qui doit figurer dans le prospectus, celle de se conformer aux International Financial Reporting Standards „IFRS“ ou équivalentes,
- la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et manipulations de marché relative aux abus de marchés du 28 janvier 2003 (the Market Abuse Directive, ci-après la „MAD“).

Le projet de loi sous avis vise également l'information privilégiée au regard des obligations de transparence qui reviennent aux émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé. La Loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché exige en effet une publication immédiate de l'information sensible sur les prix des valeurs admises à la négociation sur un marché réglementé de l'Union européenne. D'autre part, la communication d'une information privilégiée ne doit être communiquée que dans le cadre d'une obligation de confidentialité.

Enfin, le projet de loi sous avis transpose l'article 9 du Règlement IAS, ce volet de la réglementation européenne sur les normes comptables n'ayant pas encore fait l'objet d'une transposition en droit luxembourgeois en ce qui concerne les sociétés commerciales.

Le champ d'application du projet de loi

L'article 2 du présent projet de loi sous avis précise le champ d'application du dispositif. Il se limite à fixer les exigences concernant la divulgation d'informations périodiques et continues auxquelles sont soumises les émetteurs de valeurs mobilières, déjà admises à la négociation sur un marché réglementé établi ou opérant dans un Etat membre.

La Chambre de Commerce rappelle tout d'abord que l'article 42 „Dispositions transitoires“ du Règlement d'Ordre Intérieur de la Bourse de Luxembourg du 29 janvier 2005, ci-après le „ROI“ a été abrogé afin de transposer le chapitre 12 de la MIFID et remplacé par le point 1101 sous le chapitre 11 „Dispositions transitoires“ du nouveau ROI entré en vigueur le 1er novembre 2007. Dès lors les nouvelles obligations déclaratives s'imposeront à l'avenir uniquement aux émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé, après le 1er novembre 2007 à l'exclusion des valeurs mobilières admises à la négociation sur un système multilatéral de négociation (Multilateral Trading Facility, „MTF“). Il appartiendra donc au ROI de continuer à fixer les obligations de transparence à l'égard des émetteurs de valeurs mobilières cotées sur des MTF.

D'autre part, le projet de loi sous avis dispense d'obligations déclaratives les émetteurs de

- a) parts émises par des organismes de placement collectif (OPC) de type ouvert¹ ainsi que les parts acquises ou cédées par ces organismes,
- b) les OPC étrangers coordonnés et non coordonnés, admis à la négociation sur un marché réglementé, de type fermé,
- c) valeurs mobilières (emprunts et titres de créance) émises par l'Etat luxembourgeois ou l'une de ses communes, en ce qui concerne les obligations de publication qui leur sont applicables,
- d) titres de créance d'une valeur nominale unitaire inférieure à € 50.000.– admis à la négociation sur un marché réglementé ou, si libellés en une autre devise, au moins équivalents à € 50.000.– à la date de l'émission.

Les obligations à la charge des émetteurs

En ce qui concerne la divulgation d'informations financières annuelles et périodiques destinées au public, le projet de loi reprenant les dispositions de la Directive précise les informations devant figurer dans les rapports financiers annuels et semestriels.

Il introduit d'autre part de nouvelles obligations:

- pour les émetteurs d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé, l'obligation de publier des rapports semestriels plus détaillés ainsi qu'un rapport de gestion intermédiaire couvrant les six premiers mois de l'année financière, destinés à renseigner sur la performance des actions de l'émetteur et dont sont dispensés les émetteurs qui publient des rapports trimestriels,
- pour les émetteurs d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé et dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, la faculté de publier une information financière trimestrielle ainsi que
- des déclarations intermédiaires de la direction de l'émetteur contenant les explications relatives aux évènements et transactions importants survenus durant la période considérée et leur impact sur la

¹ Sont des OPC de type ouvert, les OPC dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées directement ou indirectement, à charge des actifs de cet organisme ou qui sont assimilées au rachat, lorsque cet organisme de placement collectif intervient afin que la valeur de ses parts ne s'écarte pas sensiblement de leur valeur d'inventaire nette.

situation de l'émetteur, une description générale de sa situation financière et des entreprises qu'il contrôle, dont sont dispensés les émetteurs qui publient des informations trimestrielles.

En ce qui concerne la présentation de l'information financière annuelle et périodique, la Directive et le projet de loi sous avis imposent aux émetteurs de titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé, de mettre à la disposition du public des états financiers – (publication du rapport annuel et de l'information financière semestrielle) – établis conformément aux normes internationales reconnues conformes à la réglementation IAS. S'agissant des émetteurs non européens, la Commission européenne/la CSSF prévoit d'appliquer des normes comptables dites équivalentes aux normes internationales, respectivement les articles 4 §3 et 5 §3 de la Directive et 3 §3 et 4 §3 du présent projet de loi.

Concernant les émetteurs européens, au terme de l'année 2005 (première année de publication des comptes sous le référentiel IFRS par les établissements de crédit), un premier bilan de l'application de ces normes a permis de mettre en lumière deux phénomènes. Premièrement la présentation des états financiers reste hétérogène, deuxièmement, l'information financière délivrée reste encore trop conceptuelle.²

Un des principaux axes de progrès concerne en effet la communication par les banques cotées, à côté de la référence aux principes fixés par les normes, des options retenues ainsi que des modalités concrètes d'application de ces normes. Il s'agit par exemple des modalités de détermination de la juste valeur des actifs et passifs financiers ou de l'utilisation de l'option juste valeur.

La Chambre de Commerce rappelle que deux facteurs ont jusqu'à présent restreint l'application harmonisée des normes internationales à l'ensemble des émetteurs de titres de créance cotés à la Bourse de Luxembourg. La PD avait fixé comme date butoir initiale le 1er janvier 2007 concernant l'application du principe de l'équivalence des normes comptables tandis que le Règlement (CE) No 1787/2006 avait autorisé une période transitoire de deux ans et permis aux Etats membres de reporter l'application de certaines normes afin de permettre plus de convergence avec les normes comptables en vigueur dans les pays tiers à l'Union européenne et déterminer un processus d'équivalence avant le 1er janvier 2008.

D'autre part, pour les émetteurs non européens, l'objectif de convergence auquel aspirent les autorités de contrôle – fixer des normes de plus en plus cohérentes au niveau international afin d'éviter aux émetteurs de pays tiers qui publient les comptes en vertu des normes GAAP de devoir convertir/reconvertir pour les besoins d'une cotation sur un marché réglementé ou d'une offre publique en Europe, en normes IFRS – est suspendu à la décision de la Commission européenne qui doit déterminer une méthodologie en vue de l'acceptation de l'équivalence de qualité entre les normes comptables IFRS et les normes GAAP, en particulier américaines, canadiennes et japonaises. Compte tenu du fait que cette décision n'est pas susceptible d'intervenir avant l'horizon 2009³, il sera difficile à l'égard de ce type d'émetteurs, d'apprécier les effets de la convergence de ces normes avant 2010.

En ce qui concerne l'information continue, le projet de loi vise

- les informations concernant les participations importantes portant sur
 - la notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes (y compris les actions propres de l'émetteur),
 - les informations complémentaires portant sur les actions, les valeurs mobilières autres que des actions, l'émission de nouveaux prêts ou de toute garantie venant sécuriser ces prêts,
- les informations destinées aux détenteurs de valeurs mobilières – actions et titres de créances – admises à la négociation sur un marché réglementé, à charge des émetteurs.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce est d'avis que la communication d'informations sur une base continue ainsi que les exigences de certification rapportées aux comptes, sont des éléments qui, dans le contexte de la gouvernance d'entreprise, contribueront à accroître la responsabilité des émetteurs et de leurs directeurs. Afin de mieux se préparer à leurs nouvelles obligations, il est dès lors indispensable que les émetteurs se mettent en position de revoir leurs procédures d'émission en vue de procéder aux adaptations à réaliser et ainsi mieux anticiper certaines échéances.

2 KPMG: „Etude européenne“ L'information financière IFRS des établissements de crédit au 31 décembre 2005 – étude comparative, septembre 2006.

3 Premier accord intervenu au sein du CESR sur le mécanisme de détermination de l'équivalence en date du ...

Pour conclure, le perfectionnement de l'étalonnage (benchmarking) qui à l'avenir se caractérisera par une obligation pour les émetteurs de fournir davantage d'informations sur la gouvernance de la société et financières utilisant des référentiels identifiables par une large communauté d'utilisateurs européens aura pour conséquence que les entreprises pourront ainsi mieux se démarquer par rapport à leurs concurrents européens, favorisant ainsi le perfectionnement des pratiques de place.

Il faut également s'attendre de la part d'émetteurs désireux d'échapper aux nouvelles contraintes de transparence à des transferts d'émissions cotées auparavant sur le marché réglementé vers le marché Euro – MTF. Ces obligations déclaratives sur une base continue supposent d'autre part des délais de préparation plus coûteux et plus exigeants en termes de temps.

S'agissant des GDR, la Chambre de Commerce redoute qu'une des conséquences des nouvelles exigences de transparence qui visent les titres de créance, ne conduise les émetteurs non européens de GDR, à remettre en question le maintien de ces titres convertibles à la cote officielle sur un marché réglementé européen.

Dans ce contexte, il est à craindre qu'une des options offertes aux émetteurs de GDR existants (y compris ceux qui ne peuvent ou ne veulent se conformer aux obligations inscrites dans la Directive) ne soit le retrait de ces obligations convertibles de la cote officielle ou leur transfert sur un Euro-MTF, tendance qui viserait un nombre significatif d'émetteurs de GDR susceptibles d'être visés par les nouvelles obligations déclaratives.

La Chambre de Commerce invite donc les autorités réglementaires à réfléchir aux conditions dans lesquelles s'effectueraient les transferts de GDR et les règles applicables à un futur marché Euro-MTF à Luxembourg susceptible d'accueillir et de servir de nouvelle plateforme aux transferts de titres convertibles.

*

COMMENTAIRE DES ARTICLES

Concernant l'article 1er – Définitions

Le projet de loi sous avis vise les émetteurs de titres admis sur un marché réglementé de l'Union européenne dont „l'Etat membre d'origine“ est le Luxembourg. Sont donc visés

- les émetteurs luxembourgeois d'actions,
- les émetteurs luxembourgeois d'obligations dont la valeur nominale unitaire est inférieure à € 1.000,
- les émetteurs d'obligations de l'Union européenne admise à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg d'une valeur nominale unitaire supérieure à € 1.000 ayant choisi Luxembourg comme Etat d'origine,
- les entités de pays tiers pour lesquelles le Luxembourg est l'Etat membre d'origine sous la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières Prospectus, ci-après la „Loi prospectus“.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce considère que le cadre légal fixé par la Directive et le projet de loi sous avis (article 1, paragraphe 9 a)) qui impose aux émetteurs luxembourgeois d'obligations dont la valeur nominale unitaire est inférieure à € 1.000 de s'acquitter des obligations déclaratives est une limite relativement peu élevée. Par conséquent, le nombre d'entités émettrices nouvellement concernées par ces obligations est susceptible de connaître une sensible progression.

Concernant l'article 2 – Champ d'application

Article 2, paragraphe 2

S'agissant des OPC visés, cet article s'applique aux émetteurs de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé, établi ou opérant dans un Etat membre. Il prévoit en outre que le projet de loi ne s'appliquera pas aux parts émises par les OPC autres que ceux du type fermé, ni aux parts acquises ou cédées dans ces OPC.

Il est donc possible de conclure que les OPC fermés (c'est-à-dire les OPC pour lesquels il n'existe aucun droit de rachat au bénéfice des investisseurs) sont dans tous les cas visés par le projet de loi sous avis, s'il est fait application du même raisonnement que celui tenu pour la Loi prospectus et par la

Circulaire CSSF 05/225, en relation avec la loi prospectus⁴ (pour autant que la CSSF maintienne sa position pour cette loi également).

Il est donc possible de dire d'autre part que les OPC ouverts au rachat échappent en principe à la loi si l'on considère la définition sous la Loi prospectus et sous le présent dispositif de l'expression „parts d'OPC autres que fermés“, qui indique qu'un OPC autre que fermé est un OPC qui remplit les critères cumulatifs suivants:

- dont l'objet est le placement collectif,
- de capitaux recueillis auprès du public,
- dont le fonctionnement est soumis au principe de répartition des risques et
- dont les parts sont à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées directement ou indirectement à la charge des actifs de cet organisme.

La Chambre de Commerce fait observer qu'un OPC ouvert aux rachats pourrait néanmoins être considéré comme n'étant pas „autre que fermé“ dans la mesure où par exemple, il ne recueillerait pas de capitaux auprès du public (les parts de cet OPC étant dans les faits réservées à quelques investisseurs institutionnels), ce qui permet de déduire que le droit de souscrire des parts est sans influence sur la notion de fermeture ou d'ouverture au rachat.

Enfin, les fonds d'investissement spécialisés, (SIF) étant considérés comme des OPC, la Chambre de Commerce en déduit que les SIF de type fermé devraient dès lors être compris – sous réserve d'une position différente de la CSSF – dans le champ d'application du présent projet de loi.

Article 2, paragraphe 3

Quelles sont donc les valeurs mobilières visées par le dispositif ? Dans le cadre de la Loi prospectus, la notion de parts d'OPC est définie comme les *titres* émis par un OPC en représentation des droits des participants sur les actifs de ces organismes. De l'avis de la Chambre de Commerce, cette définition permet dès lors de considérer que des valeurs mobilières autres que des titres (telles que des obligations par exemple) pourraient relever quant à elles de la Loi prospectus lorsqu'elles sont émises par des OPC autres que fermés.

Pourtant, la Chambre de Commerce s'interroge sur le point de savoir s'il ne serait pas possible d'appliquer le même raisonnement s'agissant du présent projet de loi – sachant toutefois que ce dernier définit les parts d'OPC comme étant les *valeurs mobilières* émises par un OPC en représentation des droits des participants à cet organisme sur ces actifs. La notion de valeurs mobilières ayant remplacé la notion de titres, il est dès lors permis de s'interroger s'il est possible d'appliquer les obligations de transparence du présent dispositif à des titres de créance (obligations) émis par des OPC autres que fermés.

Concernant l'article 3 – Rapports financiers annuels

Article 3, paragraphe 1

Cette disposition fait référence à l'obligation pour un émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine de publier un rapport annuel dans un délai de quatre (4) mois après la fin de chaque exercice.

La Chambre de Commerce observe que le délai de publication du rapport financier annuel se trouve très sensiblement réduit sous l'effet de la transposition de la Directive pour les entités concernées. En effet ce délai est actuellement de 7 mois respectivement pour les OPC fermés en vertu de l'article 109 (2) de la loi du 20 décembre 2002 sur les organismes de placement collectif et pour les personnes physiques et les personnes morales en vertu de l'article 75 alinéa 1 de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre du commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises et modifiant certaines autres dispositions légales.

Concernant les certificats mondiaux de dépôt d'actions (Global Depository Receipts ou (GDR)) visés à l'article 2, paragraphe 1 e) iii) de la Directive, la Chambre de Commerce est d'avis qu'en vertu d'une obligation générale, il reviendra à l'émetteur des actions sous-jacentes d'un certificat de dépôt d'actions de publier le rapport annuel sous normes IFRS. Par ailleurs, cette obligation ne devrait

⁴ Circulaire CSSF 05/225 clarifiant la notion d'„offre au public de valeurs mobilières“ telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l'„obligation de publier un prospectus“ pouvant en découler.

concerner, une fois la Directive entrée en vigueur, que les émetteurs de GDR dans le cadre de nouvelles émissions d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé.

Article 3, paragraphe 2

Cet article fixe le contenu du rapport annuel. A côté des états financiers consolidés (si requis) et non consolidés ayant fait l'objet d'un audit et du rapport de gestion (qui présente fidèlement l'évolution, la situation et les résultats du groupe et décrit les principaux risques et incertitudes) pour les sociétés luxembourgeoises aux actions cotées⁵, le paragraphe 2 c) introduit un point nouveau, des déclarations signées par des responsables de l'émetteur (membres de la direction ou du Conseil d'Administration) confirmant que „les états financiers donnent une image fidèle et honnête des éléments d'actif et de passif, de la situation financière et des résultats de l'émetteur et de l'ensemble du groupe“.

Bien que les dispositifs communautaire et national ne prévoient aucune obligation légale pour les réviseurs d'entreprises de prêter leur concours à cette certification, la Chambre de Commerce est d'avis que le risque est grand que des personnes de la direction de l'émetteur ne soient tentées de demander aux réviseurs de les assister afin d'évaluer l'efficacité des contrôles internes liés au reporting financier mis en place au sein de l'entité (en effet, l'efficacité et la fiabilité des contrôles internes sont des critères qui doivent être pris en compte dans la déclaration des responsables de l'émetteur). Dans cette logique, il est prévu que les auditeurs en charge du contrôle des comptes de l'émetteur certifient la fiabilité des flux de trésorerie de l'émetteur („cash flow statements“), le tableau des cash-flow faisant partie des documents requis par les normes IFRS et par la certification.

En ce sens, le projet de loi sous avis pourrait indirectement créer des exigences proches de celles imposées par la section 404 de la loi Sarbanes-Oxley en date de 2002 (the „Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002“ pour les sociétés cotées auprès de l'autorité de contrôle américaine, la Securities and Exchange Commission (SEC)). Cette loi exigeait en effet une évaluation dans le rapport financier annuel, par les personnes responsables au sein de l'émetteur, de l'efficacité des contrôles internes liés aux obligations déclaratives portant sur l'information financière ainsi qu'un rapport du réviseur d'entreprises sur l'évaluation faite par les personnes responsables au sein de l'émetteur.

La Chambre de Commerce est d'avis que cette déclaration supplémentaire pourrait s'avérer à terme, critique s'agissant de l'application concrète des règles édictées par le projet de loi sous avis.

Article 3, paragraphe 3

En ce qui concerne les normes comptables à respecter pour la préparation des rapports annuels de l'émetteur, le projet de loi sous avis transpose fidèlement la Directive et distingue entre comptes consolidés et non consolidés de l'émetteur. Si l'émetteur doit établir des états financiers consolidés, le principe général est que le rapport annuel audité doit être établi conformément au Règlement IAS. En revanche, les états financiers statutaires audités doivent simplement être établis conformément aux normes comptables nationales.

La Chambre de Commerce relève que la généralisation de la réglementation IAS doit cependant tenir compte des dérogations inscrites sous l'article 30, paragraphe 1 et paragraphe 5 de la Directive.

Du point de vue de l'entrée en vigueur de ces normes, la Chambre de Commerce est d'avis qu'il convient tout d'abord de tenir compte de la dérogation inscrite au paragraphe 1 de l'article 30 du projet de loi, celle-ci étant directement issue des dispositions de l'article 9 du règlement 1606/2002 concernant les normes IAS et reprise dans la Directive. L'article 9 formalise en effet l'obligation de publier des comptes consolidés pour chaque exercice courant à partir du 1er janvier 2007, en conformité avec les normes IFRS⁶, pour les émetteurs luxembourgeois

– dont seules les obligations sont admises sur un marché réglementé d'un Etat membre,

⁵ En vertu de l'article 11, paragraphe 2 de la loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, les informations sur les sociétés cotées dont le siège social est au Luxembourg, sont publiées dans le rapport de gestion de la société, prévu à l'article 68 de la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises, et dans le rapport consolidé de gestion.

⁶ Les normes IFRS étaient normalement applicables dès le 1er janvier 2005 mais leur application ajournée de deux ans en vertu des dispositions transitoires du Règlement IAS et du Règlement (CE) No 1787/2006 du 4 décembre 2006 était déjà acquise sur le marché.

- dont les titres sont admis à la négociation dans un pays tiers et qui utilisent des normes comptables acceptées internationalement depuis un exercice ayant commencé avant le 11 septembre 2002.

Or cette exemption est sans objet, même si pour le Luxembourg, elle peut néanmoins être retenue pour des raisons de forme et de sécurité juridique. En effet, elle n'aura pas de conséquence car elle se rapporte uniquement aux exercices ayant commencé en 2005 et 2006. La Directive n'ayant pas été transposée avant la date limite du 20 janvier 2007, l'obligation de publier des comptes sous normes IFRS devrait donc s'appliquer aux comptes annuels 2008 publiés au plus tard fin avril 2009, en tenant ainsi compte du délai de publication de quatre mois après la clôture des comptes annuels.

La formalisation opérée se limitera donc en pratique à étendre aux émetteurs luxembourgeois d'obligations, l'obligation de présenter les premiers comptes consolidés sous normes IFRS pour l'exercice 2008 accompagnés des données comparatives 2007 libellées en normes IFRS. En effet les émetteurs d'actions et d'obligations sont déjà assujettis à l'obligation de soumettre les comptes annuels, pour chaque exercice courant à partir du 1er janvier au 31 décembre 2005, accompagnés des données comparatives 2004⁷.

Du point de vue des entreprises concernées par la dérogation de l'article 30, paragraphe 1, la Chambre de Commerce est d'avis que le nombre de sociétés ne sera pas significatif au Luxembourg. Elle vise en particulier les banques luxembourgeoises qui détiennent surtout des obligations cotées par le biais de „Special purpose vehicles“, (SPV⁸). Dans cette hypothèse, il revient à la société mère d'effectuer la consolidation, et donc de publier le rapport annuel consolidé. Compte tenu du nombre relativement limité de sociétés mères domiciliées au Luxembourg, émettrices d'euro-obligations, cette exemption n'aura qu'une portée relative.

La Chambre de Commerce tient néanmoins à souligner le fait que compte tenu de l'introduction de la référence à la *fair value* comme base de calcul des comptes (la valorisation des comptes à la valeur du marché), ceci aura inmanquablement une incidence sur les comptes des sociétés commerciales et des PSF. Etant donné que jusqu'à présent les comptes des sociétés étaient évalués à la baisse, s'impose dès lors la nécessité d'effectuer un réajustement à la hausse de la valeur de leurs actifs, et celle d'établir parallèlement au bilan comptable, un bilan fiscal par conséquent plus lourd.

En ce qui concerne les émetteurs non européens, la Directive (article 30, paragraphe 3) et le projet de loi sous avis (article 30, paragraphe 5) dispensent les émetteurs de titres de créance (obligations émises sur les marchés réglementés, à l'exclusion du marché Euro-MTF) de l'obligation d'établir des rapports financiers annuels conformément aux normes IFRS et un rapport de gestion préparé selon la loi,

- si l'ensemble de leurs titres de créance a été admis à la négociation avant le 1er janvier 2005 et,
- tant que la CSSF n'a pas adopté de décision concernant l'équivalence des normes comptables de pays tiers avec les normes IFRS.

La Chambre de Commerce est d'avis que pour ce type d'émetteurs, ce qui compte, c'est le système de reconnaissance de leurs normes comptables en vue d'établir leur équivalence aux normes IAS. S'il est vrai qu'il existe effectivement un certain nombre d'émetteurs non luxembourgeois dont les titres sont cotés sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg, et qui emploient les normes US GAAP au lieu des normes IFRS, cette dérogation ne devrait toutefois avoir qu'une incidence limitée dans le temps. De fait, la Commission européenne a en décembre 2006 pris la décision de reconduire un nouveau régime transitoire.

S'agissant des GDR, la Chambre de Commerce craint qu'une des conséquences directes des nouvelles obligations déclaratives applicables aux titres de créance, ne conduise les émetteurs non européens de GDR, à remettre en question le maintien de ces titres convertibles à la cote officielle sur un marché réglementé européen.

Dans ce contexte, elle craint qu'une des options offertes aux émetteurs de GDR existants (y compris ceux qui ne peuvent ou ne veulent se conformer aux obligations inscrites dans la Directive) ne soit le

7 Ces données comparatives sont conformes aux spécifications contenues dans la Directive 2007/14/EC portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.

8 Une SPV, est une société avec un objectif limité ou ciblé, créée par une société pour mener à bien une activité temporaire ou spécifique. Dans le cadre d'une titrisation, cette SPV assure l'intermédiaire entre les cédants et les investisseurs. Elle est créée pour l'occasion et rachète les actifs titrisés.

retrait de ces obligations convertibles de la cote officielle ou leur transfert sur un marché Euro-MTF. Cette tendance viserait dans ce cas un nombre significatif d'émetteurs de GDR susceptible d'être visé par les nouvelles obligations déclaratives.

La Chambre de Commerce invite donc les autorités réglementaires à réfléchir aux conditions dans lesquelles s'effectueraient les transferts de GDR et les règles applicables à un futur marché Euro-MTF susceptible d'accueillir et de servir de nouvelle plateforme aux transferts de titres convertibles.

Concernant l'article 4 – Rapport financiers semestriels

Article 4, 1er paragraphe

Cet article fixe l'obligation pour les émetteurs d'actions et de titres de créance de publier un rapport semestriel unique dans les deux mois de la clôture du premier semestre. Alors que cette obligation était déjà présente pour les émetteurs d'actions dans le régime actuel, le projet de loi sous avis introduit sous l'effet de l'article 109, paragraphe 2 de la loi du 20 décembre 2002, une obligation nouvelle pour les émetteurs de dettes.

En ce qui concerne les obligations qui s'imposent aux organismes de placement collectif, la Chambre de Commerce constate que le délai de deux mois prévu pour la publication de ce rapport, ne s'écarte pas de celui fixé au Chapitre L section III, paragraphe 1 de la loi du 20 décembre 2002 concernant ces émetteurs.

Les SIF étant considérés comme des OPC, la Chambre de Commerce fait néanmoins observer un petit décalage entre l'obligation introduite par le présent dispositif et la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés qui dispense (article 52, paragraphe 1) actuellement de cette obligation cette catégorie d'OPC. Dès lors, la transposition de la Directive dans le cadre réglementaire législatif introduira un régime plus contraignant pour ce type d'OPC.

Néanmoins, pour les émetteurs d'actions cotées en bourse de Luxembourg, il est à remarquer que l'abréviation du délai de quatre (4) mois⁹, à deux (2) mois, constituera à l'avenir une contrainte assez forte pour cette catégorie d'émetteurs.

La Chambre de Commerce s'accorde à reconnaître que compte tenu de la disposition transitoire prévue par l'article 30 paragraphe 6, cette obligation verra cependant sa portée limitée, les émetteurs d'euro-obligations, admises à la négociation avant le 1er janvier 2005, étant exemptés pendant dix (10) ans à compter du 1er janvier 2005, de l'obligation de présenter un rapport semestriel.

Concernant les certificats mondiaux de dépôt d'actions (Global Depository Receipts ou (GDR)), la Chambre de Commerce est d'avis que le texte de la Directive n'est pas clair sur le point de savoir si les émetteurs des actions sous-jacentes à ces certificats d'actions sont tenus de publier des rapports semestriels et d'émettre des déclarations intermédiaires. Bien que la CSSF considère les GDR comme étant des „titres autres que de capital“¹⁰, elle est d'avis qu'ils doivent être considérés comme des titres de créance, et à ce titre les émetteurs des actions sous-jacentes de GDR déjà émis avant le 1er janvier 2005 devraient bénéficier de l'exemption de publier un rapport semestriel, telle que visée à l'article 30, paragraphe 6 du projet de loi sous avis.

Article 4, 2ième paragraphe

Le paragraphe 2 de cet article fixe le contenu du rapport semestriel et introduit, à côté du condensé des états financiers et du rapport de gestion intermédiaire (jusqu'à l'heure actuelle seulement facultatif pour les sociétés cotées), une nouvelle obligation à savoir des déclarations des personnes responsables auprès de l'émetteur, le Conseil d'administration ou la direction générale de l'émetteur.

La Chambre de Commerce relève que la certification apportée par les déclarations des personnes responsables de l'émetteur, est de par son contenu équivalente à celles qui se rapportent aux états financiers contenus dans le rapport annuel de l'émetteur. Cette certification doit être comprise non comme celle qui se rapporte à un rapport audité, mais comme attestant simplement de sa conformité à la norme comptable internationale, IAS 34.

⁹ Délai actuellement en vigueur en vertu de l'article 4 chapitre X du Règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg S.A. relatif à l'information périodique à publier par les sociétés dont les actions et parts sont admises à la cote officielle.

¹⁰ CSSF – „Le prospectus en 40 questions“, point 22 „Est-il concevable de faire des programmes de GDR?“

Les commentaires du projet de loi sous avis se rapportant à cet article précisent que le contenu de la déclaration à signer par des personnes responsables de l'émetteur fera l'objet d'une circulaire de la CSSF. Compte tenu du fait que selon toute vraisemblance, elle devra d'une part être signée, une fois les comptes finalisés et révisés par les réviseurs d'entreprise, probablement au moment de la publication des comptes, de façon à ce que cette déclaration soit la plus à jour possible, signée d'autre part par la direction de l'émetteur, (le Chief Executive Officer (CEO)) et le directeur financier (le Chief Financial Officer, (CFO)), cette déclaration devrait donc présenter une valeur équivalente, en termes de fiabilité des comptes, à celles du rapport annuel.

Article 4, 3ième paragraphe

La Directive et le projet de loi sous avis distinguant, concernant la préparation des états financiers résumés, entre les états résumés consolidés et non consolidés. En effet, il est prévu que les premiers soient assujettis à la norme internationale IAS 34 tandis que les seconds devront être préparés selon les principes de comptabilisation et d'évaluation de la situation comptable annuelle et incluant des données comparatives.

La Chambre de Commerce est d'avis que le recours à la norme IAS 34 dans les états financiers consolidés ne représentera pas une contrainte administrative supplémentaire pour les sociétés émettrices qui soumettent déjà leurs états financiers sous normes IFRS. Cette norme présente en effet l'avantage de requérir moins d'informations détaillées au niveau des notes aux comptes incluses dans les états financiers de la société.

Concernant l'article 5 – Déclarations intermédiaires de la direction

Article 5, paragraphe 1er

Cet article impose uniquement aux émetteurs d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé et dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine de publier une déclaration émise par les membres de sa direction fournissant

- „une explication sur les évènements et transactions importants survenus sur la période considérée et leur incidence sur la situation financière du groupe,
- une description générale de la situation financière et des résultats de l'émetteur“.

Concernant le délai pour la présentation de cette déclaration, celui-ci se situe entre dix (10) semaines après le début de chaque semestre et six (6) semaines avant la fin de ce même semestre.

Si cette déclaration présente l'avantage qu'elle ne devra pas être chiffrée, le délai manque néanmoins de précision. En effet, la Chambre de Commerce fait remarquer que bien que la lettre de la Directive et du projet de loi sous avis prévoit explicitement que la déclaration doit intervenir respectivement au cours du 1er et du 2ième semestre, en pratique le mécanisme de la publication couvrira pour des raisons de comparabilité et de logiciels comptables, un rythme trimestriel. S'agissant du premier et du troisième trimestres, la déclaration devrait approximativement intervenir pour le premier trimestre, entre le 15 janvier et le 15 mai et pour le troisième trimestre entre le 15 juin et le 15 décembre.

Cet article fait en outre référence à l'article 6 de la MAD. La Chambre de Commerce se pose la question de savoir si référence ne devrait pas plutôt porter sur la loi luxembourgeoise du 9 mai 2006 relative aux abus de marché.

Article 5, paragraphe 2

La Chambre de Commerce est d'avis que la référence sous cette disposition à l'expression „dont le Luxembourg est le pays d'origine“ pourrait être remplacée par „de droit luxembourgeois“. En effet cette formulation pourrait laisser à penser que le Luxembourg tente d'imposer une approche extra-territoriale de son droit des sociétés. A cet égard, elle rappelle les retombées néfastes de la loi Sarbanes Oxley (plus communément désignée „SOX“ ou „Sarbox“) dans une approche similaire prise par les Etats-Unis, notamment ses effets désastreux sur le marché des capitaux¹¹.

¹¹ „Price Fluctuations around SOX passage“ (<http://Finance.yahoo.com>) – Pour les sociétés américaines, cette loi s'est traduite par une modération de leurs bénéfices reportés et par un déclin du prix de l'action, et simultanément par une réduction de la valeur des actions des petites entreprises. Pour les entreprises non américaines en particulier, celles originaires de pays développés qui bénéficient d'un solide cadre réglementaire, d'une manière générale le coût administratif de SOX s'est avéré être un fardeau pesant sur la productivité du capital, ceci, indépendamment du taux d'intérêt du capital emprunté, obligeant la réserve fédérale américaine à des injections de capitaux, paradoxalement via des taux d'intérêts plus bas.

Article 5, paragraphe 3

Cette disposition qui est à lire en liaison avec le paragraphe 2 du même article prévoit la faculté pour les émetteurs d'actions de publier un rapport trimestriel et, dans cette hypothèse, de les exempter de publier un rapport semestriel.

La Chambre de Commerce relève tout d'abord l'imprécision du délai imparti pour la communication du rapport trimestriel.

D'autre part, bien que transposant scrupuleusement la Directive, elle craint que l'option retenue par les autorités luxembourgeoises dans le présent dispositif et le projet de règlement grand-ducal à venir, de vouloir normaliser le contenu des rapports financiers trimestriels dès lors qu'un émetteur publie des comptes trimestriels, soit peu adaptée tant aux besoins de l'industrie qu'à ceux des émetteurs.

Concernant l'article 6 – Responsabilité

La Chambre de Commerce souligne le fait que l'article 7 de la Directive prévoit la possibilité de faire peser sur l'émetteur ou bien sur ses organes de direction ou de contrôle, le manquement aux obligations déclaratives d'information annuelle et périodique qui découlent respectivement des articles 3 (rapport financier annuel), 4 (rapport semestriel), 5 (déclarations intermédiaires) et 15 (informations complémentaires) tandis que le texte luxembourgeois se réfère uniquement à la responsabilité de l'entité émettrice.

Elle relève d'autre part que le projet de loi sous avis est tout à fait silencieux quant à la possibilité d'invoquer la responsabilité du garant de FCP ou d'une SICAV, lequel échappe aux obligations de transparence.

A cet égard, elle est d'avis que l'absence de dispositions précises pour les émetteurs d'obligations, pourrait se trouver compensée par des pratiques de marché. Il serait probable en effet que les investisseurs manifestent certaines attentes à l'égard des banques émettrices d'obligations, de sorte que celles-ci prévoient néanmoins d'assortir ces émissions de garanties émises par des SPV – de la part de sociétés mères en particulier – susceptibles de prêter leur concours à une société appartenant au même groupe bancaire.

En ce qui concerne les structures de fonds communs de placement (FCP) de type fermé, ceux-ci étant dépourvus de personnalité juridique, il appartiendra néanmoins à la société de gestion qui, dans ce cas sera considérée comme l'émetteur, de répondre de ces obligations.

Examinées sous l'angle de la loi du 9 mai 2006¹² sur les abus de marché, les obligations de transparence devraient revêtir une importance toute particulière. En effet, les obligations à la charge des émetteurs devraient comprendre non seulement les informations concernant le FCP lui-même, mais également toute information concernant la société de gestion et susceptible d'avoir une incidence sur le prix des titres du FCP/des instruments financiers dérivés associés aux instruments financiers émis. Dans cette hypothèse, la Chambre de Commerce est d'avis qu'elle devrait être considérée comme de l'information privilégiée et être traitée en conséquence.

Concernant l'article 7 – Exemptions

Cet article transpose de manière fidèle l'article 8 de la Directive et fixe les exemptions dont peuvent bénéficier certains émetteurs.

Article 7, paragraphe 1er

A côté des Etats, collectivités et organes supranationaux, cette disposition exonère de l'obligation de publier un rapport annuel, les émetteurs d'obligations dont la valeur nominale est au moins égale ou supérieure à € 50.000.– ou l'équivalent en une autre devise.

La Chambre de Commerce est d'avis qu'en ce qui concerne cette catégorie d'émetteurs, certaines pratiques de marché pourront néanmoins voir le jour. Toutefois, ces pratiques seront de toute façon extérieures au cadre du présent projet de loi puisqu'elles viseront les émetteurs censés bénéficier de l'exemption. Concernant cette catégorie spécifique d'émetteurs d'obligations, cotées à la Bourse de Luxembourg, la Chambre de Commerce considère que l'impact de cette exemption sera non négligeable car elle sera susceptible d'intéresser un nombre très important d'émetteurs.

¹² Cf. article 14 de la loi du 9 mai 2006¹² sur les abus de marché: obligation à charge de l'émetteur de publier toute information privilégiée („inside information“).

Concernant l'article 8 – Notification de l'acquisition ou de la cession de participations importantes et l'article 13 – Actions propres

Article 8, paragraphe 1er

Cette disposition fait référence à l'obligation pour le détenteur d'actions, dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, qui acquiert ou cède des actions/des certificats représentatifs d'actions, admis(es) à la négociation sur un marché réglementé et auxquels (lles) sont attachés des droits de vote, de notifier à l'émetteur le pourcentage de droits de vote qu'il détient dans la société de l'émetteur suite à cette acquisition/cession importante.

La Chambre de Commerce est d'avis que cette disposition vise essentiellement des sociétés. Elle estime que sous le présent dispositif, l'information à divulguer sur les franchissements de seuils s'apprécie essentiellement en droits de vote et non pas en capital (par rapport au nombre d'actions détenues). En ce sens l'approche est différente de celle retenue par la loi du 19 mai 2006 concernant les offres publiques d'acquisition qui exige des sociétés des informations relatives à la structure de leur capital (article 11, paragraphe 1 point a)) et sur les participations significatives, directes ou indirectes, du capital (point c) de ce même article).

Du point de vue des seuils proprement dits, elle relève que trois nouveaux seuils – 5%, 15% et 25% – ont été rajoutés par la Directive aux seuils existants de 10%, 20%, 30%, 50% et 75% conformément à la directive 2004/25/CE. Considérée sous l'angle de la transparence, cette disposition est plus favorable, car elle permet aux investisseurs d'apprécier la progression d'un détenteur d'actions en droits de vote par palier de 5% jusqu'au pourcentage de 33 1/3%¹³.

Cet article se réfère aux seuils spécifiques de 33 1/3% et 66 2/3%. La Chambre de Commerce recommande de les remplacer par les références à 30% et 75% telles que mentionnées dans la Directive, ce qui aurait le mérite d'être plus compréhensible aux yeux de l'investisseur moyen.

Article 13, paragraphe 1

Cette disposition prévoit à l'égard des émetteurs d'actions (admisses à la négociation sur un marché réglementé, dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine et auxquelles sont attachés des droits de vote), qui acquièrent ou cèdent leurs propres parts des obligations déclaratives similaires à celles visant les détenteurs d'actions/de certificats d'actions visés sous l'article 8, paragraphe 1er. Cet article ne suscite pas de commentaires particuliers de la Chambre de Commerce.

Concernant l'article 12 – Instruments financiers spécifiques

Cette disposition vise les obligations déclaratives qui se rapportent à des titres donnant accès à du capital (actions) et auxquels sont attachés des droits de vote. Ces derniers seraient susceptibles d'entraîner des dépassements de seuils de participation.

La Chambre de Commerce estime que la formulation de cet article n'est pas très claire pour deux raisons. S'il est bien précisé que la personne physique ou morale doit acquérir „*de sa propre initiative*“ ces actions, pour autant il est permis de s'interroger si le dispositif vise l'émetteur ou l'acquéreur? En outre, elle fait remarquer que la faculté d'exercice du détenteur des actions dépendra beaucoup de la façon dont est structuré le produit (c'est-à-dire, la manière dont il fonctionne).

Il est précisé d'autre part que l'acquisition concerne des „*actions déjà émises*“. Elle en déduit que cette obligation ne peut viser que des titres échangeables, donc déjà émis (et non pas à émettre). Elle interprète cette indication comme visant les obligations déclaratives à la seule charge des détenteurs de titres échangeables en actions. Or ces titres échangeables en actions représentent une proportion marginale, car il s'agit d'actions non cotées à la Bourse de Luxembourg.

La Chambre de Commerce recommande néanmoins que cette disposition soit précisée par voie législative ou réglementaire.

Concernant l'article 14 – Publication du total du nombre de droits de vote et de capital

La Chambre de Commerce relève que la publication qui porte sur les franchissements de seuils constitue une obligation tout à fait inédite par rapport à la situation prévue sous l'article 2 du chapitre

¹³ Pourcentage de droits de vote conférant le contrôle d'une société conformément à l'article 5 paragraphe 3, 2ième alinéa de la loi du 19 mai 2006 sur les offres publiques d'acquisition.

IV du ROI, lequel ne prévoyait pas cette obligation comme faisant partie des informations de marché auxquelles étaient tenues les sociétés cotées. Cette publication s'étendra désormais aux émetteurs d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé. D'autre part, à la différence de la notification requise sous les articles 8, paragraphe 1 et 13, paragraphe 1, la publication portera à la fois sur les droits de vote et sur les variations de capital de manière à permettre aux détenteurs d'actions de procéder aux notifications adéquates.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce est d'avis que cette publication contraindra les émetteurs d'OPC fermés à exercer une surveillance permanente en se tenant informés des dépassements de seuils de participation de leur capital social. Il est dès à présent possible de s'attendre à une charge et une gestion administratives plus lourdes, génératrices de nouveaux coûts.

Concernant l'article 23 – Coopération entre les Etats membres

Article 23, paragraphe 2

Cette disposition vise l'échange d'informations entre autorités compétentes des Etats membres pour les besoins d'une acceptation d'un émetteur à la cote officielle sur le territoire de l'Union européenne.

La Chambre de Commerce observe que des disparités importantes existent encore au niveau des délais d'acceptation des demandes de cotation d'émetteurs de valeurs mobilières sur les marchés réglementés. Ces disparités liées à des spécificités réglementaires nationales découlent de divergences d'interprétation sur la question des documents requis en vue de satisfaire à une émission. Elle est d'avis que les autorités de contrôle des différents Etats membres devraient s'accorder afin d'aboutir rapidement à une harmonisation des procédures internationales d'agrément.

Concernant ce dernier point, la Chambre de Commerce estime que des progrès restent à réaliser en direction des émetteurs. Il conviendrait en effet de perfectionner l'information leur confirmant que les documents et demandes de cotation dans les Etats membres où les titres ont été „passeportés“ ont bien été acceptés par l'autorité de contrôle de l'Etat d'accueil. Dans ce contexte, elle est d'avis que la CSSF devrait publier sur son site internet les cotations de valeurs mobilières qui ont fait l'objet d'un agrément de la part d'autorités de contrôle étrangères.

Enfin, si la Directive permettra d'opérer à l'avenir une avancée significative en termes d'obligations déclaratives à charge des émetteurs de valeurs mobilières sur des marchés réglementés, de grandes disparités existent encore entre les délais moyens relatifs à l'acceptation de demandes d'émission de valeurs mobilières à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg et celles concernant des émissions d'offre publique.

*

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce approuve le projet de loi sous avis sous réserve de la prise en compte de ses commentaires, concernant notamment la dispense pour les émetteurs de valeurs mobilières dont le Luxembourg est l'Etat d'origine de publier des rapports trimestriels.

