

La rédaction, en collaboration avec ses auteurs luxembourgeois, fait pour vous le suivi de l'actualité dans votre domaine d'expertise. Notre service d'information taxTODAY vous offre tous les textes pertinents touchant à l'actualité intéressant la vie des sociétés : droit fiscal, droit des sociétés, droit du travail... Vous êtes ainsi tenu au courant des nouveautés législatives, des projets de loi, des commentaires d'arrêts et jugements inédits, et bien d'autres informations encore.

Les obligations d'information des sociétés cotées à l'égard des investisseurs et du public

Josée WEYDERT, Avocat & Managing Partner NautaDutilh Avocats Luxembourg — 26/01/2009

I. Introduction

S'il est certain que la cotation en bourse donne à une société du prestige, améliore son image de marque auprès des tiers et facilite la levée de fonds auprès de nouveaux investisseurs et en particulier l'émission d'obligations, elle se traduit également par des obligations contraignantes en matière d'information financière et implique des changements en matière de publication et de dépôt de l'informations financières.

Un des principes fondamentaux à respecter par les sociétés cotées est l'égalité de traitement des investisseurs: la même information doit être donnée à tous les investisseurs se trouvant dans des conditions identiques et ceci de manière synchronisée. Ce principe est exprimé dans la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (la « Loi Transparence »). Il irrigue plus généralement toute la matière et fonde la prohibition des opérations d'initiés. Un autre principe est celui de l'intégrité: l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère.

Si les principes de l'information financière s'appliquent indistinctement à toutes les sociétés cotées au Luxembourg, les obligations d'information qui en découlent ainsi que les règles comptables y relatives varient selon le marché visé.

Les émetteurs cotés sur le marché réglementé qui bénéficient du passport européen sont soumis aux obligations d'information prévues par la Loi Transparence et la loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché (la « Loi sur les Abus de Marché »). Ils sont notamment tenus de publier (i) les informations privilégiées, (ii) les rapports financiers et comptables, (iii) l'information contenue dans les notifications de participations importantes, (iv) l'information relative aux opérations sur actions propres, (v) la publication du total du nombre de droits de vote et de capital et (vi) les informations complémentaires (l'« information réglementée»). Les rapports financiers et comptables doivent être préparés conformément aux normes comptables internationales, International Financial Reporting Standards adoptées conformément au règlement (CE) N° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 relatif à l'application des normes comptables internationales (« IFRS »), ou en cas d'émetteurs d'Etats tiers conformément aux standards considérés comme équivalents.

Beaucoup d'émetteurs choisissent de faire coter leurs titres sur le marché Euro MTF, opéré par la Bourse de Luxembourg (le « marché Euro MTF») qui est un système multilatéral de négociation et qui ne bénéficie pas du passport européen. Les émetteurs dont les titres sont admis sur le marché Euro MTF bénéficient d'un cadre réglementaire relativement souple. Les émetteurs en question ne sont en effet pas soumis aux obligations d'information prévues par la Loi Transparence. Leurs rapports financiers et comptables peuvent être établis selon des standards comptables autres que les IFRS qui sont acceptés comme équivalents. C'est sans doute ce

qui explique le grand succès de ce marché. Pour autant, les émetteurs sont toutefois tenus de respecter les règles prévues par le règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg y compris des obligations d'information et la Loi sur les Abus de Marché.

II. Un cadre réglementaire plus souple pour les émetteurs cotés sur le marché Euro MTF

Les émetteurs cotés sur le marché Euro MTF bénéficient d'un régime plus souple tant en ce qui concerne les obligations d'information à proprement parler et la mise à disposition de ces mêmes informations

A. Les obligations d'information

Tout émetteur coté sur le marché Euro MTF est tenu de publier, à Luxembourg, certaines informations ayant trait aux valeurs mobilières ainsi qu'à son activité et à ses résultats.

1. Information périodique

L'émetteur doit publier ses derniers comptes annuels audités et son dernier rapport de gestion dans les meilleurs délais. Il peut établir lesdits rapports conformément à son droit national et n'est donc pas tenu de les faire publier en IFRS ce qui constitue un avantage considérable en matière de coûts et de temps.

Si la législation nationale applicable à l'émetteur l'impose, l'émetteur devra également publier, dans les quatre mois suivant la fin du premier semestre, un rapport semestriel relatif à son activité et à ses résultats.

2. Information permanente

En plus des rapports comptables, l'émetteur est tenu à l'égard des investisseurs d'une obligation d'information permanente.

- Informations ayant trait aux valeurs mobilières

L'information relative aux événements affectant les valeurs mobilières et notamment toute modification des droits attachés aux valeurs mobilières, toute nouvelle émission ou souscription de valeurs mobilières, toute distribution de dividendes et tout autre événement important susceptible d'influencer le cours des valeurs mobilières, doivent être communiqués dès que possible au public.

- Informations relatives aux participations importantes

Dès que l'émetteur en a connaissance, il est tenu d'informer le public des modifications intervenues dans la structure des participations importantes dans son capital. Le cas échéant, l'émetteur doit informer le public au plus tard dans les neuf jours civils, chaque fois qu'il a connaissance qu'à la suite de l'acquisition ou de la cession d'actions, le pourcentage des droits de vote détenus par l'actionnaire en question dépasse les seuils de 10%, 20%, 1/3, 50% et 2/3 ou passe en-dessous de ces seuils. Nous notons que le seuil minimum de notification est de 10 % alors que pour le marché réglementé (non EuroMTF) , ce seuil est de 5%.

- Autres informations utiles à la protection des investisseurs

Enfin, l'émetteur est tenu de publier toutes autres informations qu'il juge utiles en vue de la protection des investisseurs ou du bon fonctionnement du marché. Cette disposition exige une certaine vigilance particulière de la direction de l'émetteur. On peut toutefois imaginer que dans une situation où l'émetteur estime que la communication d'une information serait prématurée et pas dans le meilleur intérêt de la société, elle déciderait de reporter la publication d'une telle information. Cette obligation d'information ressemble très fortement aux obligations d'information prévues dans la Loi sur les Abus de Marché. En tout état de cause, si l'information n'est pas communiquée, l'émetteur devra s'assurer que des mesures et procédures internes adéquates soient en place pour assurer que l'information reste confidentielle.

B. Modalités de publication et de dépôt

Ces informations doivent être rédigées en français, allemand, luxembourgeois ou anglais et doivent être publiées, soit dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion à Luxembourg, soit sur le site Internet de la Bourse de Luxembourg. Ces informations peuvent également être mises à la disposition du public, soit sous forme écrite aux endroits indiqués par des annonces à insérer dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion au Luxembourg, soit sur le site Internet de la Bourse de Luxembourg, soit par d'autres moyens considérés comme équivalents par la Bourse de Luxembourg. L'émetteur doit simultanément communiquer ces informations à la Bourse de Luxembourg.

III. Un cadre réglementaire contraignant pour les émetteurs cotés sur le marché réglementé (non EuroMTF)

La législation luxembourgeoise en matière de transparence s'applique à tout émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, à l'exception des organismes de placement collectif du type ouvert. Il convient, par conséquent, dans un premier temps de déterminer dans quels cas le Luxembourg est l'Etat membre d'origine.

A. Détermination du Luxembourg comme Etat membre d'origine

Le Luxembourg est toujours l'Etat membre d'origine lorsque:

- l'émetteur d'actions et/ou de titres de créance dont la valeur unitaire est inférieure à 1 000 EUR, a son siège statutaire au Luxembourg;
- l'émetteur, ayant son siège statutaire dans un Etat tiers, émet des actions et/ou des titres de créance dont la valeur unitaire est inférieure à 1 000 EUR admis pour la première fois à la négociation sur la Bourse de Luxembourg.

Le Luxembourg peut, au choix de l'émetteur, être l'Etat membre d'origine lorsque:

- l'émetteur, ayant son siège statutaire au Luxembourg, émet des titres autres que des actions et/ou titres de créance dont la valeur unitaire est inférieure à 1 000 EUR admis à la négociation sur un marché réglementé;
- l'émetteur, ayant son siège statutaire dans un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE) autre que le Luxembourg, émet des titres autres que des actions et/ou titres de créance dont la valeur unitaire est inférieure à 1 000 EUR cotés sur la Bourse de Luxembourg;
- l'émetteur, ayant son siège statutaire dans un Etat tiers, émet des titres autres que des actions et/ou titres de créance dont la valeur unitaire est inférieure à 1 000 EUR cotés sur la Bourse de Luxembourg.

Il en résulte que tout émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine est tenu de publier les informations réglementées telles que détaillées sous la section B. ci-dessous et dont les modes de diffusion, de dépôt et de stockage sont réglementés. Le choix de l'Etat membre d'origine doit également être publié, stocké et déposé selon les mêmes modalités que les informations réglementées.

B. Informations réglementées

La Loi Transparence fait peser sur tout émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, sauf exemptions, des obligations d'information contraignantes afin de garantir la protection et l'égalité des investisseurs et d'assurer la transparence et l'intégrité du marché financier. L'obligation d'information est accrue pour les émetteurs d'actions, y compris les émetteurs des actions sous-jacentes aux certificats d'actions cotés.

1. Informations périodiques

L'émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine est tenu de publier une information comptable et financière annuelle, ainsi qu'une information comptable et financière en cours d'exercice. Sont exemptés de l'obligation d'information périodique notamment les émetteurs qui émettent uniquement des titres de créance admis à la négociation sur un marché réglementé dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50 000 EUR ou, pour les titres de créance libellés dans une devise autre que l'euro, dont la valeur nominale unitaire est équivalente à au moins 50 000 EUR à la date d'émission.

1.1. Rapport financier annuel

L'émetteur est tenu de publier un rapport financier au plus tard quatre mois après la fin de chaque exercice. Ce rapport financier annuel comprend (a) un état financier audité, (b) un rapport de gestion et (c) les déclarations des dirigeants portant sur l'image fidèle donnée par le rapport financier annuel.

L'état financier comprend soit les comptes annuels consolidés établis conformément aux normes comptables internationales IFRS, soit les comptes annuels non consolidés établis conformément au droit interne de l'Etat membre dans lequel la société a son siège statutaire.

Quant à la déclaration de certification, celle-ci doit être faite par des personnes responsables au sein de l'émetteur clairement identifiées par leurs noms et fonctions. Il s'agit notamment de un ou plusieurs membre(s) du conseil d'administration ou de la direction générale mais également des membres de l'audit.

1.2. Rapport financier semestriel

L'émetteur d'actions et/ou de titres de créance doit également publier un rapport financier semestriel le plus tôt possible après la fin du semestre couvert et au plus tard deux mois après la fin du semestre. Le rapport financier semestriel comprend des informations comptables et financières mais également des indications relatives aux risques auxquels l'émetteur est susceptible d'être exposés.

1.3. Déclarations intermédiaires de la direction ou rapport financier trimestriel

La direction de l'émetteur d'actions doit également publier une information financière indiquant les principaux événements et transactions de la période écoulée et leur incidence sur la situation financière et les résultats de l'émetteur. Cette information financière peut prendre la forme d'une déclaration intermédiaire établie au cours de chaque semestre ou d'un rapport financier trimestriel au choix de l'émetteur.

Le recours à un rapport financier trimestriel a notamment l'avantage de procurer à l'émetteur plus de certitude dans la préparation du rapport. En effet, les déclarations intermédiaires de la direction couvrent la période comprise entre le début du semestre concerné et leur date de publication, tandis que le contenu du rapport financier trimestriel couvre une période fixe, à savoir celle du trimestre couvert sans égard à la date de publication effective du rapport en question.

1.4. Responsabilité

L'élaboration et la publication de l'information périodique, y compris les déclarations intermédiaires se font sous la responsabilité de l'émetteur. Cette responsabilité se limite à l'émetteur et ne s'étend pas aux organes d'administration, de direction et de surveillance de l'émetteur. La Loi Transparence n'introduisant pas de régime réglementaire spécifique de responsabilité, le régime de droit commun est applicable.

2. Comparaison avec les informations en matière d'abus de marché

Alors que pour déclencher l'obligation d'information, la Loi sur les Abus de Marchés exige un fait précis susceptible d'avoir sur les cours des instruments financiers ou des produits dérivés liés de l'émetteur en question et une information immédiate (dans certains cas exceptionnels, l'information peut toutefois être différée afin de ne pas porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur et sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information), la Loi Transparence demande des informations périodiques basées sur les développements et risques qui affectent la situation de l'émetteur. La simple prise de risques ou la situation financière de l'émetteur, aussi longtemps qu'elles ne constituent pas des informations privilégiées au sens de la Loi sur les Abus de Marchés, ne font pas l'objet d'une notification en vertu de cette loi.

D'autre part, le fait que l'information soit considérée comme privilégiée présuppose qu'elle soit confidentielle, alors que tel n'étant pas nécessairement le cas pour les développements qui sont décrits dans les rapports ou déclarations périodiques.

3. Publication des participations importantes

L'émetteur d'actions est tenu de publier le plus vite possible l'intégralité de l'information contenue dans la notification d'un détenteur d'actions dont le pourcentage des droits de vote atteint les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33 1/3 %, 50 % et 66 2/3 % ou passe au-dessus ou en dessous de ces seuils à la suite de l'acquisition ou de la cession des actions de l'émetteur ou d'événements modifiant la répartition des droits de vote. La publication doit avoir lieu dès réception de la notification et au plus tard trois jours de cotation après celle-ci. Cette publication permet notamment de déceler la montée en puissance d'un actionnaire voire la perspective ou le danger d'une offre publique d'acquisition.

Aux fins du calcul des seuils prévus pour la notification des participations importantes, l'émetteur d'actions publie le total du nombre de droits de vote et du capital à la fin de chaque mois civil au cours duquel une augmentation ou une baisse de ce total s'est produite. Cette publication est à effectuer le plus vite possible, et au plus tard dans un délai de 2 jours de cotation à compter du dernier jour du mois pendant lequel la variation a eu lieu.

4. Publication des opérations sur actions propres

Lorsqu'un émetteur d'actions acquiert ou cède ses propres actions, soit lui-même soit par l'intermédiaire d'une personne agissant en son nom propre mais pour le compte de l'émetteur, l'émetteur publie, le plus tôt possible et au plus tard dans un délai de quatre jours de cotation à compter de l'acquisition ou de la cession considérée, le pourcentage de ses propres actions, lorsque ce pourcentage atteint les seuils de 5 % ou 10 % des droits de vote ou passe au-dessus ou en dessous de ces seuils. Ce pourcentage est calculé sur la base du nombre total d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote.

5. Informations complémentaires

L'émetteur de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé et dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine publie sans délai (i) toute modification des droits des détenteurs de valeurs mobilières et (ii) les nouvelles émissions d'emprunts et en particulier toute garantie ou sûreté s'y rapportant.

C. Autres Informations

L'émetteur est tenu de publier, en plus de l'information réglementée, d'autres informations visant notamment à assurer l'égalité des investisseurs.

Obligations d'information à l'égard des détenteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé

Aux fins d'assurer l'égalité de traitement de tous les détenteurs d'actions se trouvant dans une situation identique et de tous les détenteurs de titres de créance de même rang en ce qui concerne tous les droits attachés à ces titres, l'émetteur d'actions et/ou de titres de créance met à la disposition des détenteurs de valeurs mobilières toutes les informations nécessaires pour leur permettre d'exercer leurs droits. Sont mis à disposition du public, entre autres, (i) les informations relatives au lieu, montant et ordre du jour des assemblées, (ii) les avis ou circulaires concernant l'attribution et le paiement des dividendes et l'émission de nouvelles actions, y compris sur les modalités éventuelles d'attribution de souscription, d'annulation ou de conversion, (iii) les avis ou circulaires concernant le paiement des intérêts, l'exercice des droits éventuels de conversion, d'échange, de souscription ou d'annulation, et le remboursement et (iv) les avis de convocation aux assemblées.

D'autre part, l'émetteur communique le plus tôt possible à la Bourse de Luxembourg toute information relative à des opérations affectant les valeurs mobilières ainsi que les informations que la Bourse juge utiles en vue de la protection des investisseurs ou du bon fonctionnement du marché.

L'émetteur est autorisé, sous réserve de certaines conditions, à utiliser la voie électronique pour la transmission des informations aux détenteurs de valeurs mobilières. Ces informations doivent être communiquées à la Bourse de Luxembourg avant l'événement affectant des valeurs mobilières ou l'opération sur valeurs mobilières de telle sorte que la Bourse (i) puisse prendre les mesures techniques appropriées et (ii) ordonner le cas échéant la publication ou donner son avis sur la publication.

Lorsque le Luxembourg est Etat membre d'origine pour un émetteur ayant son siège statutaire dans un pays tiers, la CSSF peut exempter l'émetteur des obligations d'information, à condition que la loi du pays tiers en question fixe des obligations équivalentes ou que cet émetteur satisfasse aux obligations de la loi d'un pays tiers que la CSSF juge équivalentes. Néanmoins, cette exemption ne porte pas sur le dépôt et la publication de ladite information.

IV. Langue de l'information réglementée

L'information réglementée doit être publiée dans une langue acceptée par la CSSF, soit dans une autre langue usuelle dans l'univers de la finance internationale, reconnue comme telle par la CSSF. Les langues luxembourgeoise, française, allemande et anglaise constituent dans tous les cas des langues acceptées par la CSSF.

V. Diffusion de l'information réglementée

L'émetteur doit veiller à ce qu'il soit possible d'accéder rapidement à l'information réglementée selon des modalités non discriminatoires, et à ce que l'information réglementée soit diffusée de manière à ce qu'elle puisse atteindre le plus large public possible dans un laps de temps aussi court que possible entre leur diffusion au Luxembourg et leur diffusion dans les autres Etats parties à l'accord de l'EEE. A cette fin, il doit recourir à des médias dont on peut raisonnablement attendre une diffusion efficace auprès du public dans tous les Etats parties à l'accord de l'EEE, tels que des journaux à large diffusion ou internet.

Les informations réglementées doivent être communiquées aux médias dans leur intégralité. Cependant, concernant les rapports financiers, il suffit de communiquer aux médias une annonce indiquant les sites web sur lesquels les rapports sont disponibles, en sus du OAM (tel que défini ci-dessous).

En outre, les informations réglementées sont communiquées aux médias selon des modalités signalant clairement qu'il s'agit d'informations réglementées et mentionnant clairement (i) l'émetteur concerné, (ii) l'objet des informations réglementées ainsi que (iii) l'heure et la date de leur transmission par l'émetteur ou par la personne qui a demandé l'admission à la négociation sur un marché réglementé sans le consentement de l'émetteur.

Enfin, il convient de préciser que l'émetteur ne peut facturer aux investisseurs des frais particuliers pour la fourniture de ces informations.

VI. Dépôt de l'information réglementée

Chaque fois que l'émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, publie des informations réglementées, il doit déposer en même temps ces informations auprès de la CSSF. La CSSF peut décider de publier lesdites informations sur son site internet.

Cette obligation de dépôt est nécessaire afin de permettre à la CSSF d'assurer un contrôle adéquat du respect des dispositions de la Loi Transparence.

VII. Stockage de l'information réglementée

L'émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine est tenu de mettre à disposition auprès d'un mécanisme officielle pour le stockage (Officially Appointed Mechanism, OAM) les informations réglementées. L'OAM réceptionne électroniquement les informations réglementées relatives aux émetteurs dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine. Il indexe et classe ces informations réglementées et les met à la disposition du public sous forme électronique sur un site internet. Le stockage centralisé des informations réglementées permet ainsi que ces informations restent accessibles au public pendant au moins cinq ans après leur diffusion. Au Luxembourg, la Bourse de Luxembourg a été désignée comme OAM.

VIII. Contrôle et pouvoirs de la CSSF

La CSSF est l'autorité compétente pour veiller à ce que l'émetteur respecte ses obligations d'information à l'égard des détenteurs de valeurs mobilières en vertu de la Loi Transparence. Elle est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions, y inclus un pouvoir de sanction.

Les pouvoirs de la CSSF incluent notamment le droit (i) d'exiger de l'émetteur des informations et des documents, (ii) de suspendre ou de demander au marché réglementé concerné de suspendre la négociation des valeurs mobilières pour une période maximale de 10 jours à la fois (iii) d'interdire la négociation sur un marché réglementé et (iv) de rendre public le fait qu'un émetteur ne se conforme pas aux obligations qui lui incombent en vertu de la Loi Transparence.

La Bourse de Luxembourg est compétente pour le contrôle du marché Euro MTF et pour toute autre décision et opération en matière de de fonctionnement des marchés financiers ne relevant pas de la compétence de la CSSF.

IX. Sanctions

En cas de violation des règles de transparence, la Loi Transparence, la Loi sur les Abus de Marché, le règlement intérieur de la bourse prévoient des sanctions administratives et/ou pénales. S'y rajoutent des recours éventuels des investisseurs qui ont subi un préjudice.

X. Conclusion

La législation luxembourgeoise en matière de transparence, transposant les directives européennes en la matière, vise avant tout à créer des marchés financiers stables qui inspirent la confiance des investisseurs et qui sont organisées et opèrent dans le respect le plus strict de l'égalité des investisseurs. Il n'en demeure pas moins que le législateur fait ainsi peser sur les émetteurs des obligations déclaratives lourdes et contraignantes, engendrant des délais de préparation et de gestion plus coûteux et plus exigeants. En réponse à la crise financière qui touche actuellement les marchés financiers, l'argument est avancé qu'il faut réglementer davantage les marchés financiers afin d'assurer leur fonctionnement correct. Cet argument semble correct s'il s'agit de réprimer certains comportements de spéculation. Il semble cependant que ce ne sont certes pas le défaut ou les manquements des émetteurs en vertu de leurs obligations de transparence qui sont à l'origine des dysfonctionnements actuels, mais plutôt une combinaison de beaucoup de choses, dont des problèmes d'évaluations, de certains comportements (comme le short selling) qui n'étaient pas interdites dans le passé et de certains comportements proches d'abus de marché (par exemple la diffusion de fausses rumeurs) et, peut être, la politique monétaire...