

AFEP-AGREF

Thursday, 31 July 2003

Dear Mr Secretary General

Please find enclosed the AFEP comments drawn up in response to the CESR consultation paper concerning the implementing measures of the prospectus directive (consultation paper of June 2003).

The Association very particularly wishes to draw your attention to the following different points:

- *Envisaging the definition of a schedule specific to the registration document*

When drawing up the registration document it is often difficult for issuers to indicate the type of securities likely to be issued in the future. As a result, it appears essential to define a "core syllabus of minimum information" based on the two most frequently used schedules, those relating to equity securities and to retail debt securities (French notion of "document de référence", which companies draw up annually, whether or not they plan to issue securities). The indications specific to securities which would be issued subsequently would then be provided in the securities note (the approach adopted by the COB in France for many years).

Mr Fabrice DEMARIGNY
Secretary General of CESR
11-13 Avenue de Friedland
75008 PARIS

ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVÉES

63, RUE LA BOÉTIE - 75008 PARIS - TÉL. 01 43 59 65 35 - TÉLÉCOPIE 01 43 59 81 17
35, RUE ROYALE - 1000 BRUXELLES - TÉL. (322) 219 90 20 - TÉLÉCOPIE (322) 219 95 06

- *Update of the information contained in the prospectus: allowing incorporation by reference*

Within the context of the article 16 of the prospectus directive, the prospectus should be capable of being updated through the incorporation by reference of the ongoing disclosures, as allowed under US regulation with regard to forms 6-K.

- *Filing of annual summary: taking account of publications made in third countries*

CESR's technical advice stipulates that issuers must submit a summary of the information published in the European Union and third countries over the preceding twelve months within seven days of publishing the financial statements.

According to the consultation paper, this document aims exclusively at compiling and disclosing, once a year, in a single document, references to all disclosures made by an issuer pursuant to all its disclosure obligations. This list of indications will enable investors to be informed of these publications and to find out where they can be obtained.

The consultation paper does not clarify whether the terms "publication of financial statements" incorporates the compulsory publication of financial statements in one or more third countries.

To ensure that complete information is available the implementing measure should state that the date of publication of the summary is set in accordance with the last limit date of publication applicable to the issuer, in respect of the information which it has to provide systematically for a given financial year, pursuant to the legislation and rules of the European Union and third countries (financial statements, registration document and where applicable, an equivalent document).

I remain at your disposal for further information.

A. Tessier

Yours faithfully,



The Director
Alexandre TESSIER

CESR'S ADVICE ON LEVEL 2 IMPLEMENTING MEASURES FOR THE PROPOSED
PROSPECTUS DIRECTIVE

CONSULTATION PAPER

REPONSE DE L'AFEP

1. MINIMUM INFORMATION

1.1 DERIVATIVE SECURITIES

En préliminaire, l'AFEP souhaite attirer l'attention de CESR sur le fait que les informations portant sur des produits dérivés concernent principalement, si ce n'est exclusivement, des investisseurs professionnels.

Cela signifie que ces investisseurs ont une bonne connaissance de l'émetteur et des produits proposés, fondée sur un suivi régulier et organisé. De plus, ces investisseurs ont aisément accès à l'information, disposant de techniques professionnelles propres à leurs fonctions.

Il ne semble donc pas nécessaire de développer outre mesure les informations qui leur sont destinées.

QUESTION

32. Do you consider that this disclosure is relevant for these products? Please give your reasons.

Non.

L'AFEP considère que les investisseurs en produits dérivés sont généralement des professionnels connaissant les activités des entreprises dans lesquelles ils s'engagent. Les informations envisagées ne leur apporteraient pas d'éléments nouveaux.

QUESTION

34. Do you consider that disclosure about the principal markets in which the issuer operates is relevant for these products? Please give your reasons.

Non.

Les investisseurs professionnels connaissent autant le secteur d'activité des entreprises que les marchés principaux sur lesquels elles opèrent.

QUESTION

36. Do you consider that disclosure about an issuer's significant business developments is relevant for these products ? Please give your reasons.

L'AFEP estime que les informations sur les tendances de l'émetteur étant très proches de celles fournies dans le rapport de gestion, il est préférable de mentionner que cette information est disponible dans ce type de rapport.

QUESTION

37. Do you consider that this disclosure is relevant for these products ? Please give your reasons.

Pas de commentaires.

QUESTION

39. Do you consider that disclosure about an issuer's major shareholders is relevant for these products ? Please give your reasons.

L'AFEP considère qu'il n'est pas nécessaire de fournir une information relative aux actionnaires majoritaires de l'émetteur dans les notes relatives aux instruments sur produits dérivés, cette information s'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels.

QUESTION

59. Do you agree with CESR's revised approach in relation to retail non-equity securities and wholesale non-equity securities ? If not please give your reasons.

L'AFEP est opposée à la révision que CESR opère sur ses positions concernant tant les prévisions et estimations (point 42) que les informations intérimaires (points 44 à 47).

-Prévisions et estimations :

Contrairement à la position du CESR, l'AFEP estime que lorsque les émetteurs fournissent des prévisions et estimations, un rapport des auditeurs n'a pas à être inclus.

L'AFEP ne souhaite donc pas qu'une obligation soit instaurée en la matière. En effet, comme le soulignait CESR lors de sa consultation d'octobre 2002 (point 80), compte tenu des incertitudes attachées notamment aux hypothèses retenues, le niveau de confort apporté par une revue extérieure aurait toujours une portée limitée.

-Informations intermédiaires :

CESR considère désormais que les émetteurs doivent fournir des informations intermédiaires afin d'informer au mieux les investisseurs particuliers.

L'AFEP considère que ce point relève du niveau 1; au demeurant, il est actuellement traité dans la proposition de directive relative aux obligations de transparence des sociétés cotées. Il semble donc inopportun que CESR prenne position sur ce sujet.

En tout état de cause, l'AFEP réitère son opposition à toute obligation de publication des informations trimestrielles.

En outre, l'AFEP rappelle qu'en France, au titre de l'information permanente, les émetteurs ont déjà l'obligation de mentionner tout fait nouveau pouvant avoir une incidence sur le cours du titre (règlement n°98-07 de la COB).

Cette disposition permet d'informer l'ensemble des investisseurs conformément à l'objectif recherché par CESR .

QUESTION

61. Do you agree that information about investments should not be required for banks issuing wholesale debt securities ? Please give your reasons.

Concernant les émissions sur des titres de dettes d'un montant important (wholesale debt securities), l'AFEP considère que l'information sur les investissements, qu'elle soit donnée par des banques ou par des émetteurs, n'est pas nécessaire dans la mesure où cette information est destinée à un public de professionnels.

En outre, comme l'AFEP l'a signalé dans des consultations précédentes, elle considère que lorsque cette information est produite, elle devrait répondre aux principes suivants :

- de telles informations sont souvent stratégiques et, à ce titre, il est préférable de prévoir une exemption de publication quand l'information est confidentielle ;
- en France une telle exemption est organisée par l'instruction COB de décembre 2001: des indications doivent être données sur les principaux investissements en cours de réalisation et les principaux investissements futurs -à l'exclusion des intérêts dans d'autres entreprises, lorsque l'information est confidentielle

QUESTION

64. Do you consider that information on investments is relevant for wholesale debt securities ? Please give your reasons.

Voir réponse précédente.

QUESTIONS

75. Do you consider that examples are necessary in order to fulfil the principle that the prospectus must contain a clear and understandable explanation of how an investor's return is calculated and how the instrument works? Please give your reasons.

L'AFEP considère qu'une information sur les caractéristiques des dérivés («terms and conditions») est suffisante pour comprendre la manière dont le rendement est calculé et dont l'instrument fonctionne.

De plus, l'inclusion d'exemples, dont la portée est au demeurant limitée, peut induire les investisseurs en erreur dans la mesure où ces exemples ne peuvent présenter qu'un nombre limité de scénarii.

En outre, l'AFEP réitère sa réponse transmise dans le cadre de la consultation «Addendum» de février 2003.

Les entreprises ne souhaitent pas avoir à donner des exemples fondés sur des scénarii envisagés selon le meilleur et le pire des cas. Il s'avère en effet particulièrement difficile et délicat de qualifier ainsi certains scénarii et, sur ces bases, d'exposer l'entreprise à une mise en cause de sa responsabilité.

76. What other methods (if any) do you consider can be used to provide investors with a clear and understandable explanation of how an investor's return is calculated and how the instrument works ? Please give your reasons.

77. If you do not consider that examples are necessary to provide investors with a clear and understandable explanation of how an investor's return is calculated and how the instrument works, do you consider that the provision of examples in the prospectus is useful for investors ? Please give your reasons.

78. Do you consider that the use of examples in the prospectus is dangerous and misleading and should not be mandatory ? Please give your reasons.

79. If examples are to be included in the prospectus, do you consider that CESR should stipulate how the examples should be prepared, for example that they should be realistic, not misleading and should provide a neutral view of how the instrument works ?

Voir réponse à la question 75.

80. If your answer to the previous question is yes do you think that examples should also fulfil other requirements (for example: the need to insert the break even point for the investor) ? Please state these other conditions.

La réponse de l'AFEP à la question précédente est négative.

81. Do you consider that examples should be provided for derivatives? Please give your reasons.

82. If yes, for which types of derivatives should examples be provided? Please give your reasons.

83. Are there any other type of securities for which you consider examples should be provided, for example structured debt instruments that have a derivative component ?

Le fait de donner des exemples semble aussi délicat pour des dérivés que pour tout autre type d'instrument, pour les raisons indiquées au point 75.

QUESTION

89. Which of the above options do you consider should be adopted by CESR (1, 2 or 3)? Please state your reasons.

Dans le contexte de volatilité des marchés et d'une variation des volatilités, l'indication de performances passées peut induire les investisseurs en erreur. Il semble donc souhaitable de retenir l'option 1 envisagée par CESR.

1.2 BASE PROSPECTUSES

QUESTION [contenu du prospectus de base et nature des éléments devant composer la note finale («final terms»)]

101. Do you agree with this generic rule?

Oui. L'AFEP n'est pas opposée au principe proposé, sous réserve des commentaires formulés dans la lettre de couverture (§ «Schéma spécifique au document d'enregistrement») sur la nécessité de définir un «tronc commun d'informations» utilisable quelle que soit la nature des titres qui pourraient être émis.

QUESTION

112. Which of these two approaches do you think should be applied to base prospectuses ? Please give your reasons.

L'AFEP estime que la première approche doit être retenue dans la mesure où elle permet à l'émetteur de rédiger un résumé préalablement à la rédaction de la note finale («final terms»). L'incorporation de la note finale dans le résumé serait de nature à retarder les opérations et pourrait s'avérer problématique en cas d'urgence. Une certaine souplesse est donc souhaitable.

QUESTION

115. Which of these views do you consider should apply to base prospectuses with multiple products ? Please give your reasons.

L'AFEP considère qu'il est souhaitable de laisser l'émetteur opter pour la formule la plus appropriée, le choix entre un résumé traduit pour chaque produit et un résumé global devant pouvoir être effectué en fonction de considérations propres à chaque opération.

QUESTION

122. Which of these views do you consider should apply to the form of final terms ? Please give your reasons.

L'AFEP considère que l'émetteur doit avoir la faculté de publier simultanément aux termes finaux («final terms») d'autres informations déjà publiées dans le prospectus de base. Dans ce cadre, elle est favorable au fait de mentionner que les termes finaux doivent être aisément identifiables et lus en relation avec le prospectus de base, conformément à la position de CESR (point 121).

QUESTION

125. In relation to the publication of the final terms, should the method of publication be restricted as set out in Article 14?

Les modalités de publication du prospectus de base et de la note finale ne devraient pas être restreintes dès lors que le prospectus de base indique les modalités de publication des termes finaux et que ceux-ci sont accessibles.

QUESTION:

127. Do you agree with this analysis?

Non, voir la réponse de l'AFEP à la question 125.

QUESTIONS:

131. Do you agree with the above additional disclosure requirements in relation to base prospectuses ?

OUI , l'AFEP n'est pas opposée à ces informations.

132. Are there any other disclosure requirements that are not specified above that you consider necessary for base prospectuses ? If so, please specify what these are and give your reasons for why you think they are necessary.

Non.

QUESTIONS

136. Do you agree with the above types of base prospectuses ?

137. Are there any other types of base prospectuses that you consider are necessary ? Please give your reasons.

Pas de commentaires.

1.3 WHOLESALE DEBT SN

Pas de commentaires.

1.4 CLOSED ENDED INVESTMENT FUNDS

Pas de commentaires.

1.5 SN BUILDING BLOCK ON UNDERLYING FOR EQUITY SECURITIES

QUESTIONS

162. Do you agree with this approach ?

L'AFEP est favorable à la position du CESR au point 161. Celui-ci estime que l'information relative au sous-jacent doit être conçue différemment selon que les titres du sous-jacent sont des actions de l'émetteur lui-même ou d'une filiale. Dans le premier cas, l'information serait extraite de la note relative aux actions; dans le second cas, des renseignements seraient fournis sur l'endroit où peuvent être obtenues les informations relatives à l'émetteur.

163. Do you agree with the disclosure requirements of the building block concerning the underlying for equity securities as set out in Annex H ?

Pas de commentaires.

QUESTION

165. Do you deem the Working Capital Statement and the information on Capitalization and Indebtedness necessary for an informed assessment of the securities in cases of products which can be converted or exchanged in newly created shares? Please give your reasons.

Dans le cadre de l'information devant être fournie pour des actions nouvellement créées, CESR s'interroge sur le point de savoir s'il est pertinent d'inclure des informations relatives aux besoins en fonds de roulement, à la capitalisation et à l'endettement de l'émetteur.

Conformément à ses réponses aux précédentes consultations de CESR, l'AFEP constate que la plupart de ces éléments sont donnés dans les états financiers ou, pour la capitalisation, peuvent être déterminés par l'investisseur ; ils seraient donc d'une faible utilité pour ce dernier.

En outre, l'AFEP considère que de telles informations seraient caduques lorsque l'investisseur recevrait finalement ses titres.

QUESTION

167. Do you agree with this approach ?

Oui.

QUESTION

168. Do you agree with the combinations set out in the table ?

Pas de commentaires.

II. FORMAT OF THE PROSPECTUS

QUESTION

172. Which of the options set out above do you support ? Please give your reasons for your choice.

L'AFEP constate qu'en France, la COB laisse à l'émetteur la faculté d'organiser selon ses propres critères l'information devant être fournie dans le document de référence comme dans les notes d'opérations.

Elle préconise donc de retenir la troisième des solutions proposées par CESR dans le paragraphe 171. Cette option donne à l'émetteur la possibilité d'organiser de manière pertinente la présentation des informations destinées aux investisseurs, en fonction de l'importance de ces informations.

QUESTION

176. Which of the options set out above do you support? Please give your reasons for your choice.

L'AFEP considère qu'il n'est pas nécessaire d'organiser un ordre spécifique pour présenter l'information, l'émetteur devant être juge de l'importance des informations à communiquer en priorité aux investisseurs.

QUESTION

182. Which of the options set out above do you support? Please give your reasons for your choice.

L'AFEP estime important que l'émetteur ait le choix de mettre à jour un résumé existant ou de fournir un complément à ce résumé.

En effet, l'émetteur doit pouvoir tenir compte de la nature de l'information fournie et des conditions dans lesquelles celle-ci doit être transmise au marché.

III. ANNUAL INFORMATION

Avant de répondre aux questions relatives à la publication d'une information annuelle, l'AFEP souhaite attirer l'attention de CESR sur le point suivant:

Lors de l'établissement du document d'enregistrement, les émetteurs ne sont pas en mesure, dans bien des cas, d'indiquer la nature des titres qu'ils sont susceptibles d'émettre. De ce fait, il leur est difficile d'opter pour l'un des schémas proposés par CESR.

Dès lors, il apparaît indispensable de définir «un tronc commun d'information» à partir des deux schémas les plus couramment utilisés, à savoir celui relatif aux titres de capital (Equity Registration Document Schedule) et celui relatif aux titres de créances (Retail Non Equity Registration Document Schedule).

Les indications spécifiques aux titres qui seraient émis ultérieurement seraient alors fournies dans la note relative aux valeurs mobilières.

Cette approche correspond à celle en vigueur en France depuis de nombreuses années, en application de la réglementation de la COB (notion française de document de référence, que les sociétés ont pour habitude d'élaborer systématiquement chaque année, qu'elles prévoient ou non d'émettre de nouveaux titres).

QUESTIONS

237. Do you agree with the method of publication proposed ?

Oui. L'AFEP estime essentiel que l'émetteur ait la faculté de choisir le mode de diffusion du prospectus (presse ou électronique).

238. Do you consider CESR should limit the issuer's choice to one or more methods of publication ? Which ones ?

Non. Voir la réponse ci-dessus.

239. Do you consider that a deadline should be defined ? If so, do you agree with the proposed deadline or would you suggest a different one ? Please give reasons for your answer.

L'avis technique de CESR prescrit que, dans les sept jours de la publication des états financiers, les émetteurs déposent un document récapitulant les informations publiées dans les douze mois précédents dans l'Union européenne et les pays tiers.

Selon le paragraphe 229 de la consultation, ce document a pour objet exclusif la compilation et la publication, dans un document unique annuel, des références à toutes les publications obligatoires effectuées, cette liste d'indications permettant aux investisseurs d'être informés de ces publications et de savoir où elles peuvent être obtenues.

La consultation ne précise pas si les termes «publication des états financiers» englobent des publications obligatoires d'états financiers effectuées dans un (des) pays tiers.

Afin d'assurer une information complète, il conviendrait de préciser que la publication doit être effectuée selon les principes suivants :

- La date de publication du document récapitulatif est fixée en fonction de la dernière date limite de publication applicable à l'émetteur, au titre des informations qu'il doit fournir de manière systématique pour un exercice donné, en application des législations et règles de l'Union européenne et des pays tiers (états financiers, document d'enregistrement et, le cas échéant, document équivalent).
 - Pour une société multi-cotée, le document récapitulatif annuel ne doit être déposé qu'après publication dans l'ensemble des pays de cotation (Union européenne et pays tiers), des états financiers, du document d'enregistrement et, le cas échéant, du document équivalent (tel que le «20F»).
- A défaut d'inclusion d'un document tel que le «20 F», les investisseurs seraient privés d'une source d'information très complète.