

*P Schammo 'Marchés Financiers – émetteurs' in Jurisclasseur Europe, fascicule 1025 (LexisNexis, Paris 2014).*

*Pre-published accepted manuscript*

*Jurisclasseur Europe*

*Accès au capital – Directive Prospectus*

*Fascicule*

Pierre Schammo

*Reader in Law*

Université de Durham

## **SOMMAIRE ANALYTIQUE**

### **Introduction (n° 1)**

#### **I. – RÈGLES RELATIVES AU PROSPECTUS (n° 2 à 46)**

##### **A. – L'EXIGENCE D'UN PROSPECTUS (n° 3 à 33)**

###### **1° La rédaction du prospectus (n° 4 à 28)**

- a) Champ d'application (n° 5 à 10)
- b) Contenu du prospectus (n° 11 à 12)
- c) Formats du prospectus (n° 13 à 21)
- d) Validité du prospectus (n° 22)
- (e) Inclusion d'informations par référence (n° 23)
- (f) Omissions d'informations (n° 24 à 28)

###### **2° La publication du prospectus (n° 29 à 33)**

##### **B. – LES DÉROGATIONS À L'EXIGENCE D'UN PROSPECTUS (n° 34 à 46)**

###### **1° Dispenses en cas de placement privé (n° 35 à 36)**

###### **2° Dispenses liées au caractère particulier de l'opération envisagée (n° 37 à 42)**

###### **3° Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers (n° 43 à 46)**

#### **II. – LE CONTRÔLE DES RÈGLES RELATIVES AU PROSPECTUS (n° 47 à 63)**

##### **A. – LE RÔLE PRÉPONDÉRANT DES AUTORITÉS NATIONALES (n° 48 à 58)**

###### **1° L'approbation du prospectus par l'autorité de l'État membre d'origine (n° 49 à 56)**

a) L'approbation du prospectus, moyen de contrôle pour l'autorité compétente de l'État membre d'origine (n° 50 à 53)

b) Règles relatives à la détermination de l'État membre d'origine (n° 54 à 56)

###### **2° L'approbation du prospectus, condition à la reconnaissance mutuelle des prospectus (n° 57 à 58)**

##### **B. – QUEL RÔLE POUR L'AEMF? (n° 59 à 63)**

###### **1° Le rôle de l'AEMF (n° 60 à 62)**

###### **2° Vers un contrôle centralisé? (n° 63)**

## **INDEX ALPHABÉTIQUE**

### **Admission à la négociation, 6, 7, 35, 39**

Admission à la cote, 6

### **AEMF, 59-63**

Condition d'équivalence, 41

Délégation de tâches, 53

Pouvoirs, 60-62

Pouvoirs d'intervention, 61

Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers, 46

Publication, 33

### **Approbation du prospectus, 47, 48-53**

Autorité administrative indépendante, 52

Autorité compétente de l'État membre d'origine, 48, 49-53

Contrôle ex ante, 11, 12, 47, 50-51

Définition de l'approbation, 51

Délégation de tâches, 53

Passeport unique, 48, 57

Supplément au prospectus, 19

### **Autorité compétente de l'État membre d'origine, voir État membre d'origine**

### **Communication à caractère promotionnel, 30**

### **Dépôt du prospectus, 29**

### **Dérogations, 34-46**

Admission à la négociation sur un marché réglementé, 35, 39

Document d'information, 34, 40, 42

Équivalence, 41, 42

Investisseurs qualifiés, 35, 36

Offre en cascade, 36

Participation des salariés, 42

Placement privé, 35-36

Réciprocité (absence de), 42

Revente, 35, 36

Société établie dans un pays tiers, 42

### **État membre d'origine 54-56**

Approbation du prospectus, 48, 49-53

Conditions définitives de l'offre, 17

Émetteur d'un pays tiers, 44, 55

Omission d'informations, 25, 26

Passeport unique, 57

- Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers, 44
- Publication, 31, 33
- Régime linguistique, 12
- Titres autres de capital, 54, 55, 56
- Titres de capital, 54
- Harmonisation maximale, 1, 11, 34**
- Harmonisation minimale, 2, 11, 47**
- Inclusion d'informations par référence, 23**
- Informations clés, v. résumé**
- Instruments exclus du champ d'application, 10**
- Marché réglementé, 6**
- Obligations convertibles, 9**
- Offre publique, 2, 7, 21, 35, 38**
  - Offres gratuites, 7
- Omission d'informations, 24-28**
  - Droit de rétraction, 25
  - Facteurs de risque, 26
  - Informations d'une importance mineure, 26
  - Informations équivalentes, 27
  - Informations inadaptées, 27
  - Intérêt public, 26
  - Prix définitif de l'offre, 25
  - Valeurs mobilières garanties par un État membre, 28
- Passeport unique, 1, 10, 12, 44, 48, 57**
  - Approbation du prospectus, 48, 57
  - Instruments exclus du champ d'application, 10
  - Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers, 44
  - Rôle de l'État membre d'accueil, 58
- Prospectus de base, 16-18**
  - Approbation des conditions définitives 17, 18
  - Conditions définitives de l'offre, 17, 18
  - Informations clés, 18
  - Note relative aux valeurs mobilières, 17
  - Prix définitif de l'offre, 17
  - Prix maximum de l'offre, 17
  - Supplément, 17, 20
  - Régime linguistique des conditions définitives, 17
  - Régime linguistique du prospectus de base, voir régime linguistique
  - Régime linguistique du résumé de l'émission spécifique, 18

Résumé des émissions spécifiques, 18

Résumé du prospectus de base, 18

Validité du prospectus de base, 22

#### **Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers, 43-46**

AMF, 45

Condition d'équivalence, 45

Conditions, 44

État membre d'origine, 44

NYSE Euronext, 45

Passeport unique, 44

Wrap, 46

#### **Prospectus établi sous la forme de documents distincts, 13, 14**

Document d'enregistrement, 14

Note relative aux valeurs mobilières, 14

Publication, 32

Résumé, 14, 15

Supplément au prospectus, 20

#### **Prospectus établi sous la forme d'un document unique, 13**

Résumé, 13

Supplément au prospectus, 20

#### **Publication, 29-33**

AEMF, 33

Autorité compétente de l'État membre d'origine, 31, 33

Conditions définitives de l'offre, 32

Moment de la publication, 31

Moyens de publication, 31

Notice, 33

Publication d'un prospectus qui inclut des informations par référence, 32

Publication d'un prospectus sous la forme de plusieurs documents, 32

Publication sous forme électronique, 31

Publication sous forme imprimée, 31

Validité du prospectus, 22

#### **Reconnaissance mutuelle, 1, 2, 57, 59**

##### **Régime linguistique, 12**

Conditions définitives de l'offre, 17

Inclusion d'informations par référence, 23

Investisseurs professionnels, 12

Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers, 44

Résumé, 15, 18

#### **Responsabilité civile, 47**

**Résumé, 15**

- Inclusion d'informations par référence, 23
- Investisseurs professionnels, 15
- Prospectus établi sous la forme de documents distincts, 14
- Prospectus établi sous la forme d'un document unique, 13
- Résumé des émissions spécifiques, 18
- Résumé du prospectus de base, 18
- Supplément au prospectus, 20
- Responsabilité civile, 47
- Validité du prospectus, 22

**Sanctions administratives, 47****Sanctions pénales, 47****Supplément au prospectus, 19-21**

- Approbation, 19
- Délai, 19, 21
- Document d'enregistrement, 20
- Droit de rétractation, 21
- Note relative aux valeurs mobilières, 20
- Offre publique, 21
- Prospectus de base, 20
- Prospectus sous forme d'un document unique, 20
- Prospectus sous forme de documents distincts, 20
- Résumé, 20
- Validité du prospectus, 22

**Titre autre que de capital, 9, 54, 55, 56****Titre de capital, 9, 54****Valeurs mobilières, 8****Validité du prospectus, 22**

## Introduction

### 1. – Problématique

L'accès au capital sur un marché réglementé ou par le biais d'une offre au public est soumis au respect d'obligations d'information dans tous les États membres. Dans une optique de protection des investisseurs et d'efficacité des marchés (*considérant n° 10, directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, JO L 345 du 31.12.2003, p. 64*), mais aussi dans un souci de créer un cadre réglementaire plus uniforme sur l'ensemble du territoire de l'Union, le législateur européen adopta en 2003 la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation (la « directive prospectus ») (*pour une analyse approfondie du régime européen des prospectus, v. P Schammo, EU Prospectus Law – New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets, (Cambridge University Press, Cambridge, 2011)*). La directive a pour objet d'harmoniser les obligations relatives à l'établissement, l'approbation et la diffusion du prospectus dans le cas d'une offre publique ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé (*art. 1 § 1, dir. 2003/71/CE*). Elle est qualifiée de directive d'harmonisation maximale. Ce terme, même si la directive ne le mentionne pas, a pour but de souligner que le législateur européen a entendu harmoniser d'une façon exhaustive la législation nationale relative au prospectus. La directive instaure également un nouveau mécanisme de reconnaissance mutuelle, connu sous le nom de « passeport unique ». L'ensemble des dispositions a notamment pour but de permettre aux entreprises de pouvoir accéder au capital dans les mêmes conditions sur l'ensemble du territoire de l'Union. Ceci dit, même si la directive harmonise les règles relatives aux prospectus (I), le contrôle de l'application de ces règles reste du ressort des autorités nationales (les « autorités compétentes ») (II). Du fait de ce contrôle « décentralisé », il ne peut être exclu que les conditions d'accès au capital continuent à varier entre États membres. Toutefois, même à ce niveau, l'influence européenne n'est pas absente.

### I. – RÈGLES RELATIVES AU PROSPECTUS

#### 2. – Présentation

Selon la directive prospectus, toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé ou toute offre de valeurs mobilières au public exige la publication d'un prospectus. En disposant qu'un prospectus doit être établi et publié dans ces deux cas de figure, le législateur européen a entendu regrouper et remplacer les dispositions de deux directives communautaires : d'une part la directive 89/298/CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières (*JO L 124 du 5.5.1989, p. 8*) ; d'autre part, la directive

80/390/CEE portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier pour l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs (*JO L 100 du 17.4.1980, p. 1*), laquelle fut intégrée en 2001 dans la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (*JO L 184 du 6.7.2001, p. 1*). C'est donc cette dernière que la directive prospectus est venue modifier. Notons immédiatement que ces directives anciennes se caractérisaient par une harmonisation dite minimale. Ainsi, les États membres étaient en droit d'imposer des obligations supplémentaires à celles prévues aux directives. Qui plus est, lors des négociations, les États membres ne s'étaient pas accordés sur certains aspects essentiels. Par exemple, la directive 89/298/CEE ne définissait pas le terme d'offre publique, malgré son importance. De surcroît, le mécanisme de reconnaissance mutuelle prévu aux directives était jugé peu efficace. Le législateur européen a voulu remédier à ces difficultés en adoptant la directive prospectus. Cette dernière ainsi que le règlement (CE) n° 809/2004 qui la met en œuvre (*JO L 149 du 30.4.2004, p. 1*) fixent les règles relatives aux prospectus avec davantage de précision. Ceci vaut aussi bien pour le principe de l'exigence d'un prospectus (A), que pour les dérogations à ce principe (B).

## A. – L'EXIGENCE D'UN PROSPECTUS

### 3. – Plan

La rédaction (1°) et la publication préalable d'un prospectus (2°) sont des exigences essentielles pour toute offre publique de valeurs mobilières ou toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé (*art. 3 §§ 1 et 3, dir. 2003/71/CE*).

1° La rédaction du prospectus

### 4. – Plan

En édictant des règles relatives à la rédaction du prospectus, le législateur européen a entendu préciser le contenu (b), les formats (c) et la période de validité (d) du prospectus. Pour alléger certaines de ces obligations, le législateur a également prévu des règles permettant d'inclure des informations par référence (e) ou d'omettre des informations (f). Avant de s'intéresser aux diverses exigences de la directive prospectus, il s'agit d'examiner son champ d'application (a).

a) Champ d'application

### 5. – Présentation

Le champ d'application de la directive prospectus peut être précisé à l'aide d'un nombre de notions clés. Il s'agira de les préciser successivement, avant de s'intéresser aux différents types d'instruments que le législateur européen a tout simplement jugé bon d'exclure du champ d'application.

## **6. – Admission à la négociation sur un marché réglementé**

La première notion à examiner est celle d'une admission à la négociation sur un marché réglementé. Rappelons que la directive stipule qu'une telle admission est subordonnée à la publication d'un prospectus (*art. 3 § 3, dir. 2003/71/CE*). Le terme de « marché réglementé » est défini dans la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (*art. 4 § 1, point 14, directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, JO L 145 du 30.04.2004, p. 1*). Cette dernière sera prochainement abrogée et remplacée par une nouvelle directive et un nouveau règlement (*directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JO L 173 du 12.6.2014, p. 349 et règlement (UE) no 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) no 648/2012, JO L 173 du 12.6.2014, p. 84*). S'agissant du concept d'une admission à la négociation, notons que le législateur européen a préféré ce concept à celui d'une admission à la cote officielle qui figurait notamment dans la directive 2001/34/CE (et avant cela, dans la directive 80/390/CEE). Le souci qui semble avoir prédominé est celui d'améliorer le champ d'application de l'harmonisation européenne, la Commission européenne estimant dans sa proposition de directive que la notion d'admission à la négociation était préférable « pour éviter l'apparition d'éventuelles lacunes lors de la mise en œuvre de la directive » (*Commission des Communautés Européennes, Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation (COM(2001) 280 final, 30 mai 2001), p. 7*).

## **7. – Offre au public**

La deuxième notion clé est celle d'une « offre au public ». Il faut bien distinguer cette dernière de celle d'une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Il s'agit de notions différentes. Ainsi, par exemple, une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé peut se faire indépendamment d'une offre publique. S'agissant d'une offre au public, rappelons que la directive 89/298/CEE ne définissait pas la notion d'offre publique et que l'absence d'une définition commune avait eu des conséquences indésirables. Ainsi, une même opération pouvait être traitée de façon différente selon l'État membre (*considérant n° 5, dir. 2003/71/CE*), c'est-à-dire soit comme un placement privé, soit comme une offre publique. Vu le souci d'une harmonisation plus exhaustive, il aurait été impensable de ne pas définir la notion d'« offre publique » dans la directive prospectus. Selon l'article 2, paragraphe 1, point d), une offre au public de valeurs mobilières est :

une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières ...//

Cette définition est assez générale. Certes, l'information – objet de la communication – doit être « suffisante » quant aux conditions de l'offre et des titres à offrir, mais cette exigence est peu précise. Ceci dit, la directive ajoute un autre élément important : l'information ainsi donnée doit mettre un investisseur « en mesure de décider d'acheter ou de souscrire » les valeurs mobilières. Il est à noter dans ce contexte que vu la teneur du paragraphe 1, point d), un investisseur doit avoir un choix ; il doit pouvoir choisir d'accepter ou non une offre. Si un tel choix fait défaut, il ne semble pas y avoir d'offre publique au sens de la directive étant donné que, selon la directive, l'investisseur doit être « en mesure de décider » d'acheter ou de souscrire les valeurs mobilières. Le problème s'est posé pour les offres gratuites (« free offers »). Dans ce contexte, la Commission européenne a noté que du moment que l'investisseur n'est pas en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les valeurs mobilières, il n'y a pas d'offre au public au sens de la directive (*v. AEMF, Questions and Answers Prospectuses – 21<sup>st</sup> updated version (ESMA/2014/35, 14 January 2014), question n° 6*).

## **8. – Valeurs mobilières**

Outre ces notions clés, il convient également de s'interroger sur la notion de valeurs mobilières et en particulier sur les deux grands types de valeurs mobilières : les « titres de capital » et les « titres autres que de capital ». S'agissant de la définition de valeurs mobilières, notons simplement que la directive renvoie pour la plupart à la définition prévue dans l'ancienne directive 93/22/EEC (*art. 2 § 1, point a*), *dir. 2003/71/CE*) laquelle fut remplacée par la directive 2004/39/CE qui elle-même sera abrogée prochainement et remplacée par la directive 2014/65/EU et le règlement (UE) no 600/2014. Ceci dit, la directive prospectus ajoute que les instruments du marché monétaire dont l'échéance est inférieure à douze mois sont exclus de la définition de valeurs mobilières. Mais elle précise également que les États membres restent libres d'appliquer leur législation nationale à ces instruments.

## **9. – Titres de capital et titres autres que de capital**

Les notions de « titres de capital » et de « titres autres que de capital » (*v. art. 2 § 1, points b) et c*), *dir. 2003/71/CE*) sont particulièrement importantes. Elles contribuent à définir les obligations à respecter, mais elles sont également importantes pour déterminer l'État membre d'origine d'un émetteur (*v. infra n° 54-56*). Les définitions sont larges. Ceci n'est pas étonnant vu l'objectif de définir des régimes communs pour une multitude d'instruments financiers. Ainsi, la notion de titres de capital à l'article 2 paragraphe 1, point b) vise les actions mais aussi les

autres valeurs mobilières assimilables à des actions, ainsi que toute autre valeur mobilière conférant le droit de les acquérir à la suite d'une conversion ou de l'exercice

de ce droit, pour autant que les valeurs de la seconde catégorie soient émises par l'émetteur des actions sous-jacentes ou par une entité appartenant au groupe dudit émetteur.//

Le terme « titres autres que de capital » regroupe toutes les valeurs mobilières qui ne sont pas des titres de capital au sens de la directive (*art. 2 § 1, point c), dir. 2003/71/CE*). En raison de la définition large de « titres de capital » seront ainsi, notamment, considérées comme des titres de capital, les obligations convertibles en actions lorsque ces obligations convertibles sont émises par l'émetteur des actions sous-jacentes ou par une société qui fait partie du groupe de cet émetteur (*s'agissant des obligations d'information prévues au règlement (CE) n° 809/2004, le régime est plus complexe, v. règlement délégué (UE) n° 759/2013 de la Commission du 30 avril 2013 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne les obligations d'information pour les titres d'emprunt convertibles ou échangeables, OJ L 213 du 8.8.2013, p. 1*). Remarquons dans ce contexte que le douzième considérant de la directive soulève certaines interrogations. En effet, le considérant prévoit *in fine* que « ... les titres convertibles, par exemple les valeurs mobilières convertibles au choix de l'investisseur, relèvent de la définition de titres autres que de capital ». Vu la teneur du considérant, certains acteurs du marché se sont posé la question de savoir si le fait d'émettre des obligations qui sont convertibles *au choix de l'investisseur* a une incidence sur la classification des obligations comme « titres de capital » ou « titres autres que de capital ». L'AEMF a toutefois noté que cela n'était pas le cas (*AEMF, Questions and Answers Prospectuses – 21<sup>st</sup> updated version (ESMA/2014/35, 14 January 2014), question n° 28*). En effet, selon l'AEMF le considérant vise uniquement les titres convertibles qui sont assimilés à des titres *autres que de capital* (c'est-à-dire, des titres convertibles qui ne sont pas émises par l'émetteur des actions sous-jacentes ou par une société appartenant au groupe de cet émetteur). L'interprétation de l'AEMF est un peu artificielle, mais elle a quand même le mérite de concilier le considérant avec le texte de la directive. Certes, il aurait été préférable d'omettre la partie finale du considérant lors des négociations politiques. Mais cela n'aurait pas été sans peine, étant donné que le considérant faisait partie d'un compromis politique entre États membres (*v. P Schammo, EU Prospectus Law – New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets (CUP, Cambridge, 2011) p. 337*).

#### **10. – Instruments qui sont exclus du champ d'application de la directive**

Même si le champ d'application de la directive est étendu, la directive ne s'applique pas à certains instruments prévus à l'article 1, paragraphe 2 de la directive. Ceci dit, s'agissant de ces instruments, l'article 1, paragraphe 3 prévoit néanmoins la possibilité d'établir un prospectus conforme aux dispositions de la directive au cas où un émetteur, un offreur ou une personne qui sollicite l'admission à la négociation voudrait se prévaloir des dispositions de la directive – par exemple, des dispositions qui traitent du passeport unique (*v. infra n° 57*). Ainsi, un émetteur (ou un offreur ou une personne qui sollicite l'admission) sera en mesure de se soumettre aux exigences de la directive lorsque les valeurs mobilières seront offertes au public

ou admises à la négociation sur un marché réglementé. Cependant, comme nous allons le voir, cette option n'est disponible que pour certains des instruments prévus à l'article 1, paragraphe 2.

En effet, les instruments prévus à l'article 1, paragraphe 2 sont très divers. Sont par exemple exclus du champ d'application de la directive certains instruments qui ont une raison d'être particulière. Tel est le cas pour les parts de capital non fongibles qui ont pour objectif principal de donner à leur titulaire « le droit d'occuper un appartement ou une autre forme de propriété immobilière ou une partie de ceux-ci, lorsque les parts ne peuvent être vendues sans renoncer au droit qui s'y rattache » (*art. 1 § 2, point g, dir. 2003/71/CE*). Sont également écartés les « bostadsobligationer » qui sont émises de « manière répétée » par des établissements de crédit en Suède et dont l'objet principal concerne le crédit hypothécaire (*s'agissant des conditions à respecter, v. art. 1 § 2, point i, dir. 2003/71/CE*). L'option prévue à l'article 1, paragraphe 3, sera toutefois disponible dans ce cas. La directive ne s'appliquera pas non plus aux valeurs mobilières émises par des associations qui bénéficient d'un statut légal ou par des organismes sans but lucratif, reconnus par un État membre « en vue de se procurer les moyens nécessaires à la réalisation de leurs objectifs non lucratifs » (*art 1 § 2, point e, dir. 2003/71/CE*). Dans un ordre d'idée différent, la directive ne s'appliquera pas non plus aux parts émises par les organismes de placement collectif du type autre que fermé (*art. 1 § 2, point a, dir. 2003/71/CE*). Sont également écartées, les valeurs mobilières autres que des titres de capital qui sont émises « d'une manière continue ou répétée » par des établissements de crédit pour autant qu'elles ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables ; qu'elles ne confèrent pas un droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et qu'elles ne soient pas liées à un instrument dérivé ; qu'elles « matérialisent la réception de dépôts remboursables » ; et enfin qu'elles soient couvertes par un système de garantie de dépôts tel que prévu par la législation européenne (*art. 1 § 2, point f, dir. 2003/71/CE*).

Certaines valeurs mobilières sont exclues à cause du montant de l'offre. Ainsi, la directive ne s'applique pas aux valeurs mobilières qui figurent dans une offre lorsque le montant total de l'offre dans l'Union est moins de 5 000 000 euros (*art. 1 § 2, point h, dir. 2003/71/CE*). Ce montant devra être calculé sur une période de douze mois. Remarquons toutefois que l'option prévue au paragraphe 3 de l'article 1 sera disponible pour ce type de valeurs mobilières. La directive ne s'appliquera pas non plus aux valeurs mobilières autres que des titres de capital « émises d'une manière continue ou répétée » par les établissements de crédit, du moment que le montant total de l'offre dans l'Union est moins de 75 000 000 euros et à condition que ces valeurs mobilières ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables et qu'elles ne confèrent pas de droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liées à un instrument dérivé (*art. 1 § 2, point j, dir. 2003/71/CE*). Le montant total de l'offre devra être calculé sur une période de douze mois. L'option prévue au paragraphe 3 de l'article 1 sera disponible.

D'autres valeurs mobilières sont écartées en raison du type d'émetteur ou garant. Ainsi la directive ne s'applique pas aux valeurs mobilières autres que des titres de capital qui sont

émises par un État membre ou par une autorité régionale/locale d'un État membre, ou encore par une organisation publique internationale du moment qu'un État membre (ou plusieurs) y adhère(nt) (*art. 1 § 2, point b*), *dir. 2003/71/CE*). Sont également exclues, les valeurs mobilières autres que des titres de capital qui sont émises par la Banque centrale européenne ou par les banques centrales des États membres (*ibid.*). Dans ces cas de figure, l'option prévue au paragraphe 3 de l'article 1 sera toutefois disponible. Les parts de capital dans les banques centrales des États membres sont également écartées du champ d'application de la directive (*art. 1 § 2, point c*), *dir. 2003/71/CE*). Enfin, la directive ne sera pas non plus applicable aux valeurs mobilières « inconditionnellement et irrévocablement garanties » soit par un État membre, soit par une des autorités régionales/locales d'un État membre (*art. 1 § 2, point d*), *dir. 2003/71/CE*). Ici encore, l'article 1 paragraphe 3 sera applicable.

b) Contenu du prospectus

### **11. – Harmonisation maximale du contenu du prospectus**

S'agissant du contenu du prospectus, c'est-à-dire des obligations d'information à respecter, le règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission qui met en œuvre la directive prospectus reflète particulièrement bien le souci de rompre avec le principe de l'harmonisation minimale. Le règlement dispose ainsi qu'une autorité compétente ne peut pas exiger des éléments d'information non-prévus par le règlement (*art. 3 et art. 22 § 1, règ. (CE) n° 809/2004*). Ces éléments d'information sont prévus aux annexes du règlement et sont d'ordre très divers. Certes, le règlement prévoit que l'autorité compétente de l'État membre d'origine pourra exiger que les données fournies par l'émetteur (l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) soient complétées (*ibid.*). Mais, il s'agit là d'un pouvoir circonscrit qui vise à assurer que l'autorité compétente puisse exercer son pouvoir de contrôle sur les prospectus ou prospectus de base soumis à son approbation. Ainsi, selon le règlement, il s'agit simplement de faire en sorte que l'autorité compétente de l'État membre d'origine puisse « au cas par cas » demander que les données fournies soient complétées « pour chacun des éléments d'information requis » (*ibid.*). Dans le même ordre d'idée, le règlement permet à l'autorité compétente d'exiger « au cas par cas » que certaines données fournies dans le prospectus soient ajoutées au résumé (*ibid.*). Ceci dit, le règlement prévoit un nombre d'hypothèses où l'information requise par le règlement peut être adaptée (*v. art. 4 bis (s'agissant d'émetteurs ayant un historique financier complexe ou ayant pris un engagement financier important) ; art. 23 § 1 (s'agissant de certains types d'émetteurs particuliers) ; art. 23 § 2 (s'agissant de valeurs mobilières assimilables mais non identiques aux catégories de valeurs mobilières visées dans les annexes) ; art. 23 § 3 (s'agissant d'une nouvelle catégorie de valeurs mobilières) ; art. 23 § 4 (s'agissant d'un élément d'information (ou d'un élément d'information équivalent) qui n'est pas pertinent)*). Mais ces dispositions ne mettent pas pour autant en cause le principe de l'harmonisation maximale. Remarquons toutefois que les dispositions de la directive ou du règlement n'empêchent pas un émetteur (ou un offreur ou

une personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) de fournir des données supplémentaires allant au-delà de celles prévues aux annexes du règlement. Ces données devront tout de même être appropriées (*considérant n° 5, règ. (CE) n° 809/2004*).

Outre les obligations d'information détaillées prévues au règlement, l'article 5, paragraphe 1 de la directive pose le principe que le prospectus doit contenir :

toutes les informations qui, compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou admises à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et des garants éventuels, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières.//

De surcroît, les informations doivent être présentées « sous une forme facile à analyser et à comprendre » (*art 5 § 1, dir. 2003/71/CE*).

## **12. – Régime linguistique du prospectus**

Compte tenu du contexte linguistique européen, il était impératif de préciser le régime linguistique du prospectus. La question de la langue du prospectus a donné lieu à des considérations diverses. Pour les uns, il s'agit d'assurer la protection des investisseurs ou même le respect de la langue nationale. Pour les autres, il s'agit avant tout de maîtriser les coûts de traduction du prospectus. Il est vrai que ces coûts, qui peuvent être élevés, risquent d'avoir un impact néfaste sur le marché unique. De surcroît, la langue anglaise prédomine dans les marchés financiers internationaux. Le législateur européen a dû trancher. En énonçant les règles linguistiques à l'article 19 de la directive, il a notamment pris en compte les réalités linguistiques des marchés financiers. Toutefois, il a pris soin de ne pas désigner expressément l'anglais comme langue usuelle dans le secteur des marchés internationaux.

Afin de comprendre les dispositions de l'article 19, il convient tout d'abord de noter que la directive prospectus est fondée sur le principe du contrôle du prospectus par l'autorité compétente de l'État membre d'origine de l'émetteur. C'est en effet cette autorité qui sera compétente pour approuver le prospectus. Un prospectus approuvé par l'autorité compétente de l'État membre d'origine pourra bénéficier du « passeport unique » : le prospectus sera valide aux fins d'une offre publique ou d'une admission à la négociation sur un marché réglementé dans tous les États membres (*v. infra n° 57*). A cause des dispositions relatives au passeport unique et au contrôle par l'autorité compétente de l'État membre d'origine, l'article 19 distingue un nombre d'hypothèses : en premier lieu, la directive envisage l'hypothèse où une offre au public est faite ou une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans le seul État membre d'origine. Dans un tel cas, le prospectus devra être établi « dans une langue acceptée par l'autorité compétente de cet État membre » (*art. 19 § 1, dir. 2003/71/CE*). La directive envisage ensuite l'hypothèse où un prospectus, bénéficiant du passeport unique,

sert aux fins d'une offre publique ou d'une admission à la négociation sur un marché réglementé « dans un ou plusieurs États membres à l'exclusion de l'État membre d'origine » (art. 19 § 2, dir. 2003/71/CE). Dans cette hypothèse, le prospectus pourra être établi soit « dans une langue acceptée par les autorités compétentes de ces États membres » ou soit « dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale » selon le choix de l'émetteur (de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) (*ibid.*). Toutefois, les autorités compétentes de ces États membres d'accueil pourront exiger que le résumé du prospectus soit traduit dans leurs langues officielles (*ibid.*). De surcroît, étant donné que le prospectus sera soumis au contrôle de l'autorité compétente de l'État membre d'origine, la directive ajoute que pour les besoins de ce contrôle, le prospectus devra également être établi dans une langue acceptée par cette autorité ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, selon le choix de l'émetteur (ou de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) (*ibid.*). La troisième hypothèse que l'article 19 envisage concerne le cas où une offre publique est faite, ou une admission à la négociation est sollicitée, dans un nombre d'États membres y compris l'État membre d'origine. Dans ce cas, l'autorité compétente de l'État membre d'origine pourra exiger que le prospectus soit établi dans une langue qu'elle accepte (art. 19 § 3, dir. 2003/71/CE). S'agissant des autres États membres, le prospectus devra être mis à disposition soit dans une langue acceptée par les autorités concernées ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, au choix de l'émetteur (ou de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) (*ibid.*). Les autorités compétentes des États membres d'accueil seront également en droit de demander une traduction du résumé dans leurs langues officielles (*ibid.*). L'hypothèse finale est celle où l'admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée pour des valeurs mobilières autres que des titres de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 euros. Ces valeurs mobilières bénéficient de dispositions particulières étant donné qu'elles sont destinées aux investisseurs professionnels. En effet, du fait de leur valeur nominale élevée, le législateur européen a estimé qu'elles étaient hors de portée des investisseurs de détail. Remarquons entre parenthèses que le seuil était initialement fixé à 50 000 euros. Lors des révisions de la directive, il fut porté à 100 000 euros après qu'on a constaté que les investisseurs de détail avaient bien réalisé des investissements supérieurs à 50 000 euros en une seule transaction (v. considérant n° 9, directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et 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, JO L 327 du 11.12.2010, p. 1). S'agissant du régime linguistique, les règles sont allégées. Ainsi, l'article 19, paragraphe 4, stipule que le prospectus pourra être établi aussi bien dans l'État membre d'origine que dans les éventuels États membres d'accueil, soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes des États

membres concernés, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale. Le tout est au choix de l'émetteur (ou de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé). Néanmoins l'article 19, paragraphe 4 ajoute qu'un État membre pourra prévoir dans sa législation nationale qu'un résumé soit établi dans sa langue officielle. Pour terminer, notons qu'outre les règles à l'article 19, certaines dispositions linguistiques supplémentaires ont été adoptées par le biais d'un règlement délégué. Ces nouvelles dispositions, qui concernent les conditions définitives de l'offre et le résumé d'une offre spécifique, seront abordées ci-après.

c) Formats du prospectus

### **13. – Document unique ou documents distincts**

Le législateur européen a pris soin d'harmoniser les règles relatives aux formats du prospectus. Un prospectus pourra être établi soit sous la forme d'un document unique, soit sous la forme de documents distincts (*art 5 § 3, dir. 2003/71/CE*). Dans ce dernier cas, l'information qui est exigée sera fournie dans un document d'enregistrement, une note relative aux valeurs mobilières et un résumé (*ibid.*). Notons immédiatement que l'exigence d'un résumé s'appliquera bien entendu également au cas où le prospectus est établi sous la forme d'un document unique. On reviendra aux dispositions qui gouvernent le résumé ci-après.

### **14. – Documents distincts**

S'agissant d'un prospectus établi sous la forme de documents distincts, l'article 5, paragraphe 3 dispose que le document d'enregistrement devra inclure les informations relatives à l'émetteur alors que la note relative aux valeurs mobilières contiendra les informations relatives aux valeurs mobilières. Ces documents pourront être établis à des moments différents, le but étant de permettre un accès plus rapide au capital. Ainsi, le document d'enregistrement pourra être déposé auprès de l'autorité compétente avant toute émission de valeurs mobilières. Au cas où ce document aura déjà été approuvé, il n'y aura plus qu'à établir la note relative aux valeurs mobilières ainsi que le résumé et de les soumettre pour approbation à l'autorité compétente de l'État membre d'origine (*art 12, dir. 2003/71/CE*).

### **15. – Résumé du prospectus**

S'agissant du résumé du prospectus, les dispositions de la directive et du règlement appellent davantage de remarques. Le résumé est avant tout un document destiné aux investisseurs de détail. En effet, selon le législateur européen, le résumé est « une source essentielle d'informations » pour ce type d'investisseur (*considérant n° 15, dir. 2010/73/UE*). Cela dit, vu la finalité poursuivie, il était également logique de prévoir des exceptions à la règle, c'est-à-dire, pour des valeurs mobilières autres que des titres de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 euros et pour lesquelles l'admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée. Rappelons que le législateur européen considère que ces valeurs mobilières sont, en raison du seuil de 100 000 euros, hors de portée des investisseurs de détail.

L'obligation d'établir un résumé ne s'appliquera donc pas pour des émissions de telles valeurs mobilières, sauf si conformément aux dispositions relatives au régime linguistique, un État membre prévoit dans sa législation nationale qu'un résumé soit établi dans sa langue officielle (*art. 5 § 2, dir. 2003/71/CE*). Remarquons toutefois que même au cas où un résumé n'est pas requis, un émetteur (un offreur ou une personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) est toujours en droit d'établir un récapitulatif ou un résumé sur une base volontaire. Un récapitulatif ne devra cependant pas être intitulé « résumé », sauf si ce récapitulatif est conforme aux exigences relatives au résumé prévues au règlement (CE) n° 809/2004 (*art. 24 § 1, alinéa 3, règ. (CE) n° 809/2004 ; considérant n° 11 du règlement délégué (UE) n° 486/2012 de la Commission du 30 mars 2012 modifiant le règlement (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne le format et le contenu du prospectus, du prospectus de base, du résumé et des conditions définitives, et en ce qui concerne les obligations d'information, JO L 150 du 9.6.2012, p. 1*). Le but est d'éviter toute confusion entre un récapitulatif et un résumé, le dernier étant un document autonome établi selon des règles spécifiques.

Ceci dit, les règles relatives au résumé sont aujourd'hui bien plus complexes qu'à l'origine. Les nouvelles dispositions se fondent sur le concept « d'informations clés » (*considérant n° 15, dir. 2010/73/UE*). La directive pose les principes. L'article 5 paragraphe 2 stipule que le résumé fournit « de manière concise et dans un langage non technique, des informations clés dans la langue dans laquelle le prospectus a été établi initialement ». Il ajoute que la « forme et le contenu du résumé du prospectus fournissent, en conjonction avec le prospectus, des informations adéquates sur les éléments essentiels des valeurs mobilières concernées afin d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières ».

Le concept d'informations clés est précisé à l'article 2, paragraphe 1, point s) de la directive. Il s'agit d' « informations essentielles et structurées de manière appropriée » fournies aux investisseurs afin de « leur permettre de comprendre la nature et les risques de l'émetteur, du garant et des valeurs mobilières » et « de déterminer les offres de valeurs mobilières qu'il convient de continuer de prendre en considération ». La directive énumère ensuite un nombre d'éléments que les informations clés devront comprendre au vu de l'offre et des valeurs mobilières. On se contentera de mentionner que ces éléments ont trait à l'émetteur et à ces éventuels garants ; à l'investissement ; aux conditions de l'offre ; aux modalités de l'admission à la négociation ; et enfin aux raisons de l'offre et à l'utilisation qui sera faite des fonds récoltés (*art. 2 § 1, point s), dir. 2003/71/CE*).

Le règlement (CE) n° 809/2004 met en œuvre ces dispositions. L'annexe XXII du règlement énumère avec plus de précision les informations clés que le résumé devra contenir. On reconnaît bien à travers les exigences du règlement et de la directive, le souci d'assurer une plus grande comparabilité des documents. Ainsi, le règlement stipule notamment que l'ordre des sections et des éléments visé à l'annexe XXII est « obligatoire » (*art. 24 § 1, troisième alinéa, règ. (CE) n° 809/2004*). D'autre part, dans l'hypothèse où un des éléments est considéré comme n'étant « pas pertinent » pour le prospectus, le résumé devra tout de même mentionner l'élément concerné en ajoutant qu'il est « sans objet » (*art. 24 § 1, deuxième alinéa, règ. (CE)*

n° 809/2004). Outre les précisions quant aux informations clés, l'annexe XXII énumère également un nombre d'avertissements qui doivent figurer dans le résumé (*v. aussi art. 5 § 2, dir. 2003/71/CE*). Plus spécifiquement, il s'agira d'attirer l'attention de l'investisseur potentiel au fait que (i) le résumé ne peut servir que d'introduction au prospectus ; (ii) que dès lors, la décision d'investissement doit être basée sur un « examen exhaustif » du prospectus ; (iii) que dans le cas d'un litige concernant l'information fournie dans le prospectus, l'investisseur plaignant peut, selon la législation nationale en vigueur, avoir à supporter le coût d'une traduction du prospectus avant que la procédure judiciaire débute ; et enfin (iv) qu'une responsabilité civile n'est attribuée « qu'aux personnes qui ont présenté le résumé, y compris sa traduction » mais uniquement « si le contenu du résumé est trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du prospectus ou s'il ne fournit pas, lu en combinaison avec les autres parties du prospectus, les informations clés permettant d'aider les investisseurs lorsqu'ils envisagent d'investir dans ces valeurs mobilières ».

Etant donné que le résumé est aux yeux du législateur européen une source essentielle d'informations pour les investisseurs de détail (*considérant n° 15, dir. 2010/73/UE*), le règlement insiste sur le fait que le résumé soit rédigé « en langage clair » et que les informations clés soient présentées « d'une manière aisément accessible et compréhensible » (*art. 24 § 1, troisième alinéa, règ. (CE) n° 809/2004*). Ceci dit, la question de la longueur du résumé a donné lieu à des interrogations. En 2003, quand la directive prospectus fut adoptée, le législateur européen ajouta un considérant précisant que le résumé ne devait pas dépasser 2 500 mots (*considérant n° 21, dir. 2003/71/CE*). Suite aux révisions de la directive en 2010, l'AEMF suggéra qu'il devait en être autrement, c'est-à-dire que le considérant en question devait être considéré comme obsolète suite aux modifications de la directive (*AEMF, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU (Final Report, ESMA/2011/323, 4 October 2011), pp. 60-61*). Par la suite, la Commission européenne a posé le principe que la longueur du résumé devait tenir compte « de la complexité de l'émetteur et des valeurs mobilières proposées », tout en disposant que le résumé ne pouvait pas dépasser « 15 pages ou, au maximum, 7% de la longueur du prospectus » (*art. 24 § 1, deuxième alinéa, règ. 809/2004*).

## **16. – Prospectus de base**

A côté des formats 'communs', la directive prévoit également qu'un prospectus puisse comprendre un prospectus de base (*art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE*). Les dispositions relatives au prospectus de base visent à faciliter l'accès au capital, mais signalons dès à présent qu'il s'agit de dispositions facultatives qui pourront être invoquées uniquement pour (i) les programmes d'offre dans le cadre desquels sont émis des titres autres que de capital (y compris toutes les formes de bons de souscription d'actions) et (ii) sous certaines conditions (*v. art. 5 § 4, point b), dir. 2003/71/CE*), les titres autres que de capital qui sont émis « d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit ».

## 17. – Conditions définitives et prospectus de base

Les prospectus de base bénéficient de certaines règles particulières. La directive prévoit que dans le cas où les conditions définitives de l'offre ne sont pas fournies dans le prospectus de base (ou dans un supplément – *v. infra n° 19*), elles pourront être fournies ultérieurement (*art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE*). De surcroît, la directive ne prévoit pas que les conditions définitives ainsi fournies soient approuvées par l'autorité compétente de l'État membre d'origine (*v. aussi considérant n° 21, règ. (CE) n° 809/2004*), à l'inverse du prospectus de base qui sera soumis à l'approbation de cette autorité. En matière d'accès au capital, on voit bien l'intérêt de telles modalités. Mais on comprend également l'importance de définir quels éléments d'information peuvent être omis du prospectus de base et quels doivent être fournis. A cet égard, le règlement (CE) n° 809/2004 pose le principe que peuvent être omis les éléments d'information « qui ne sont pas connus au moment de l'approbation du prospectus de base et qui ne peuvent être déterminés qu'au moment de l'émission » (*art. 22 § 2, règ. (CE) n° 809/2004*). La directive ajoute que dans le cas où les conditions définitives de l'offre ne sont pas fournies dans le prospectus de base (ou dans un supplément), les dispositions de l'article 8, paragraphe 1, point a) relative à l'omission d'informations doivent être respectées (*art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE*). L'article en question dispose que si le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières à offrir au public ne figurent pas dans le prospectus, « les critères et/ou conditions sur la base desquels ces éléments seront déterminés » ou « le prix maximum de l'offre » doivent être communiqués obligatoirement dans le prospectus.

Malgré les dispositions du règlement et de la directive, les pratiques du marché ayant trait à la présentation et au contenu des conditions définitives de l'offre ont continué à varier (*AEMF, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU (Final Report, ESMA/2011/323, 4 October 2011), p. 22*). Pour remédier aux difficultés qui s'étaient manifestées et notamment afin d'éviter que les conditions définitives incluent des informations qui auraient dû être approuvées (*considérant n° 5, règ. n° 486/2012*), de nouvelles modalités et dispositions furent adoptées. La directive pose maintenant le principe que les conditions définitives de l'offre « ne peuvent pas servir de supplément au prospectus de base » et ne peuvent inclure « que des informations concernant la note relative aux valeurs mobilières » (*art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE ; v. aussi considérant n° 17, dir. 2010/73/UE*). Le détail des modifications a toutefois été laissé à l'AEMF et à la Commission européenne. Les modifications sont substantielles ; les règles qui ont été adoptées sont complexes. Ainsi modifié, le règlement (CE) n° 809/2004 souligne que les conditions définitives ne doivent ni modifier, ni remplacer les informations contenues dans le prospectus de base (*art. 22 § 4, règ. (CE) n° 809/2004 ; v. aussi art. 26 § 5, règ. (CE) n° 809/2004 disposant que les conditions définitives ne doivent pas non plus reproduire les éléments de la note relative aux valeurs mobilières (et ses modules) qui sont déjà inclus dans le prospectus de base*). On comprend la logique sous-jacente. Rappelons que le prospectus de base doit être approuvé par l'autorité compétente de l'État membre d'origine, à l'inverse des conditions définitives de l'offre (du moment qu'elles ne sont pas fournies dans le prospectus de

base ou dans un supplément). Il fallait donc faire en sorte qu'un émetteur ne puisse pas se soustraire aux exigences de l'approbation par le biais des conditions définitives. De surcroît, suite aux révisions du règlement, le contenu des conditions définitives est maintenant défini avec beaucoup plus de précision (*art. 22 § 4, règ. (CE) n° 809/2004 ; v. aussi les annexes XX et XXI, règ. (CE) n° 809/2004*). Par conséquent, les nouvelles règles sont beaucoup plus contraignantes pour les émetteurs.

Le règlement insiste sur d'autres aspects de forme et de fond. Ainsi, il pose notamment le principe que les conditions définitives doivent être établies « sous une forme facile à analyser et à comprendre » (*art. 26 § 5, règ. (CE) n° 809/2004*). Certaines mentions devront être ajoutées aux conditions définitives (*ibid.*). En bref, il s'agira d'attirer l'attention sur le fait que les conditions définitives ont été établies aux fins de l'article 5, paragraphe 4 de la directive et qu'elles sont à lire « conjointement avec le prospectus de base et ses suppléments » ; qu'une information complète présuppose que le prospectus de base et les conditions définitives soient lus conjointement ; et qu'un résumé de l'émission est annexé aux conditions définitives. Il faudra également mentionner où le prospectus de base et ses suppléments ont été publiés (*ibid.*). Enfin, le prospectus de base devra inclure une section intitulée « forme des conditions définitives » qui contiendra un modèle à compléter pour chaque émission particulière (*art. 22 § 5, point 1 bis, règ. (CE) n° 809/2004*).

Le règlement précise également le régime linguistique des conditions définitives. Ces dernières seront établies « dans la langue de la version approuvée du modèle des conditions définitives du prospectus de base » (*art. 26 § 5 bis, règ. (CE) n° 809/2004*). S'agissant des autorités compétentes des États membres d'accueil qui se verront le cas échéant notifier les conditions définitives (*art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE*), le règlement précise que dans le cas où le prospectus de base doit être traduit, les conditions définitives seront sujettes à la même obligation de traduction que celle qui s'applique au prospectus de base (*ibid.*).

#### **18. – Résumé du prospectus de base et des émissions spécifiques**

Enfin, les dispositions visant les prospectus de base ont également été modifiées en ce qui concerne les résumés. Rappelons tout d'abord que l'obligation d'établir un résumé ne s'applique pas pour des valeurs mobilières autres que des titres de capital ayant une valeur nominale unitaire qui est au moins égale à 100 000 euros et pour lesquelles l'admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée, sauf si un État membre exige dans sa législation nationale que le résumé soit rédigé dans sa langue officielle (*v. art. 5 § 2 et art. 19 § 4, dir. 2003/71/CE*). S'agissant des dispositions modifiées, elles ont trait au résumé du prospectus de base (*v. art. 24 § 2, règ. (CE) n° 809/2004*), mais il convient avant tout d'insister sur les nouvelles dispositions ayant trait aux résumés des émissions spécifiques. Comme ailleurs, l'objectif énoncé était de faire en sorte que le résumé fournisse les informations clés aux investisseurs (*considérant n° 8, règ. délégué (UE) n° 486/2012*). En plus d'énumérer les éléments à inclure dans le résumé de l'émission, l'article 24, paragraphe 3 du règlement (CE) n° 809/2004 pose le principe que le résumé de l'émission « fournit les informations clés du

résumé du prospectus de base, combinées aux parties pertinentes des conditions définitives ». Le résumé de l'émission sera annexé aux conditions définitives et sera sujet aux mêmes exigences que ces dernières (*art. 24 § 3, règ. (CE) n° 809/2004*). Il sera rédigé dans la même langue que le résumé du prospectus de base (*art. 26 § 5 bis, règ. (CE) n° 809/2004*). Ceci dit, dans les cas où les conditions définitives doivent être notifiées aux autorités des États membres d'accueil, il faudra distinguer deux hypothèses : l'hypothèse dans laquelle il s'agit de traduire le résumé du prospectus de base et l'hypothèse où le prospectus de base doit être traduit (v. les règles relatives au régime linguistique du prospectus, supra n° 12). Dans le premier cas, le résumé de l'émission spécifique sera soumis aux mêmes exigences de traduction que le résumé du prospectus de base (*art. 26 § 5 bis, point a), règ. (CE) n° 809/2004*). Dans le deuxième cas, le résumé de l'émission spécifique sera soumis à la même obligation de traduction que le prospectus de base (*art. 26 § 5 bis, point b), règ. (CE) n° 809/2004*). Pour terminer, rappelons que la directive ne prévoit pas que les conditions définitives soient soumises à une approbation préalable du moment qu'elles ne sont pas fournies dans le prospectus de base ou dans un supplément (v. supra n° 17). Le fait qu'un résumé est annexé aux conditions définitives n'a pas d'incidence sur la question. Ce résumé ne devra pas non plus être approuvé (*en ce sens, v. AEMF, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU (Final Report, ESMA/2011/323, 4 October 2011), pp. 33-34*), à l'inverse du prospectus de base et de son résumé qui devront être approuvés par l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

## **19. – Supplément au prospectus**

L'article 16 de la directive prospectus prévoit qu'un supplément au prospectus doit être établi au cas où l'information contenue dans le prospectus doit être corrigée ou actualisée. L'objectif est de faire en sorte que l'investisseur soit en mesure d'évaluer l'investissement.

L'article 16 de la directive précise d'abord les circonstances donnant lieu à l'obligation d'établir un supplément. D'autre part, il définit la période pendant laquelle l'obligation d'établir un supplément s'appliquera. Ainsi selon le paragraphe 1 de l'article 16 « [t]out fait nouveau significatif » ou « toute erreur ou inexactitude substantielle » qui a trait à l'information fournie dans le prospectus et qui est « de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières » doit être mentionné dans un prospectus, mais uniquement si ce fait nouveau ou cette erreur ou inexactitude substantielle est survenu ou est constaté « entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé si cet événement intervient plus tard ». Enfin, l'article en question dispose que le supplément doit être approuvé de la même façon que le prospectus initial (v. infra n° 48-53) « dans un délai maximal de sept jours ouvrables ». Il sera publié « au moins selon les mêmes modalités que le prospectus initial » (*art. 16 § 1, dir. 2003/71/CE*).

Quelques remarques doivent être présentées au sujet des dispositions de l'article 16. S'agissant des circonstances donnant lieu à l'obligation d'établir un supplément, il convient de constater que les formules employées par le législateur sont assez floues. Certes, il n'y aura

pas besoin d'établir un prospectus pour un fait nouveau sans importance, ou une erreur négligeable qui n'a pas d'incidence sur l'évaluation des valeurs mobilières. Mais en pratique la question – en particulier s'agissant de faits nouveaux – ne sera guère aussi simple (*AEMF, Draft Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus – Consultation Paper (ESMA/2013/316, 15 March 2013) p. 7*). Il était donc souhaitable d'apporter des précisions à ce sujet. La tâche fut confiée à l'AEMF et à la Commission européenne qui s'est vue déléguer le pouvoir d'adopter des normes techniques de réglementation. Les normes furent adoptées en mars 2014. Ainsi, un règlement délégué précise maintenant un nombre de situations dans lesquelles un supplément sera requis (v. *règlement délégué (UE) n° 382/2014 de la Commission du 7 mars 2014 complétant la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la publication de suppléments au prospectus, JO L 111 du 15.4.2014, p. 36*). Remarquons toutefois que le règlement délégué ne précise pas de façon exhaustive les différents cas de figure donnant lieu à l'obligation de publier un supplément (*considérant n° 5, règ. délégué (UE) n° 382/2014*). Cela n'aurait guère été possible ou souhaitable. S'agissant du facteur temporel, notons également que le législateur européen a, dans un souci d'améliorer la sécurité juridique (*considérant n° 23, dir. 2010/73/UE*), apporté une précision importante à l'article 16, paragraphe 1, lors des modifications de la directive en 2010. Ainsi, en disposant que l'obligation d'établir un prospectus cesse à la clôture définitive de l'offre publique ou, le cas échéant, au début de la négociation des valeurs mobilières sur un marché réglementé « si cet événement intervient plus tard », il a mis fin aux doutes concernant le moment où un supplément au prospectus ne pourra plus être exigé.

## **20. Suppléments et formats du prospectus**

L'obligation d'établir un supplément s'appliquera tout d'abord dans le cas où un prospectus est établi sous la forme d'un document unique. L'article 16, paragraphe 1 ajoute que le résumé du prospectus et le cas échéant sa traduction donneront également lieu à un supplément « si cela s'avère nécessaire, pour tenir compte des nouvelles informations figurant dans le supplément ». S'agissant d'un prospectus établi sous la forme de documents distincts, l'article 12, paragraphe 2 prévoit que la note relative aux valeurs mobilières puisse fournir des informations qui devraient normalement être incluses dans le document d'enregistrement « lorsqu'un changement important ou un fait nouveau susceptible d'affecter l'évaluation des investisseurs survient après la dernière version actualisée du document d'enregistrement ». Suite aux modifications de 2010, la directive précise également que de telles informations pourront aussi être fournies dans un supplément conformément à l'article 16 (*art. 12 § 2, dir. 2003/71/CE*). Enfin, l'obligation d'établir un supplément s'appliquera le cas échéant aussi dans le cadre d'un prospectus de base (v. *art. 5 § 4, dir. 2003/71/CE ; art. 22 § 7, règ. (CE) n° 809/2004 ; voir aussi art. 26 § 7, règ. (CE) n° 809/2004 relatif au résumé du prospectus de base*).

## **21. – Suppléments et droit de rétractation**

En sus de ces dispositions, la directive prévoit un droit de rétractation au profit des investisseurs (*art. 16 § 2, dir. 2003/71/CE*). Les règles qui gouvernent ce droit ont elles aussi été modifiées et précisées lors des révisions de la directive. Tel que modifié, l'article 16 permet aux investisseurs, qui ont accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire avant la publication du supplément, de retirer leur acceptation du moment que le fait nouveau, l'erreur ou l'inexactitude dont il est fait mention ci-dessus (v. supra n° 19) est antérieur « à la clôture définitive de l'offre au public et à la livraison des valeurs mobilières » (*ibid.*). Le droit de rétractation ne s'appliquera toutefois que dans l'hypothèse d'une offre publique de valeurs mobilières (*ibid.*). En outre, ce droit devra être exercé dans un délai court, c'est-à-dire pendant deux jours ouvrables après la publication dudit supplément, sauf si ce délai est prorogé par l'émetteur ou l'offreur (*ibid.*). En tout état de cause, il faudra mentionner la date à laquelle le droit de rétraction prend fin dans le supplément. Enfin, notons pour terminer que s'agissant d'un prospectus de base, le règlement (CE) n° 809/2004 envisage l'hypothèse particulière où un supplément doit être établi concernant des informations d'un prospectus de base qui ne se rapportent qu'à une ou plusieurs émissions spécifiques. Dans un tel cas, le règlement dispose que le droit de rétractation s'appliquera uniquement aux émissions concernées (*art. 22 § 7, alinéa 2, règ. (CE) n° 809/2004*).

d) Validité du prospectus

## **22. Période de validité limitée**

Un prospectus n'est valide que pour une période limitée. Plus précisément, la période de validité d'un prospectus est fixée à douze mois, à condition que le prospectus soit, au besoin, complété par des suppléments (*art. 9 § 1, dir. 2003/71/CE*). Notons que cette période court à partir de l'approbation du prospectus par l'autorité compétente et non pas à partir de la publication du prospectus comme cela était le cas dans le passé.

S'agissant d'un prospectus qui est établi sous la forme de documents distincts, la directive fixe la période de validité du document d'enregistrement, préalablement déposé et approuvé par l'autorité compétente, à douze mois au maximum (*art. 9 § 4, dir. 2003/71/CE*). Du moment que le document d'enregistrement est, au besoin, actualisé (soit par la note relative aux valeurs mobilières, soit par un supplément), l'ensemble des documents formé par le document d'enregistrement, la note relative aux valeurs mobilières et le résumé sera considéré comme un prospectus valide (*ibid.*). Enfin, s'agissant d'un programme d'offre, la période de validité du prospectus de base préalablement déposé est également de douze mois au maximum (*art. 9 § 2, dir. 2003/71/CE*). Mentionnons toutefois le cas particulier des titres autres que de capital émis par des établissements de crédit d'une manière continue ou répétée et qui sont soumis aux conditions prévues à l'article 5, paragraphe 4, point b) (v. supra n° 16). S'agissant de ces titres, le prospectus de base restera valide « jusqu'à ce qu'aucun des titres concernés ne soit plus émis de manière continue ou répétée » (*art. 9 § 3, dir. 2003/71/CE*).

(e) Inclusion d'informations par référence

### **23. Conditions à respecter**

Afin de faciliter la rédaction du prospectus et ainsi de réduire les coûts y afférents, le législateur européen a prévu que certaines informations puissent être incluses 'par référence' dans le prospectus. Toutefois, afin de faire en sorte que le souci de réduire les coûts ne soit pas au détriment d'autres intérêts, certaines limites ont été prévues.

La directive prévoit que des informations puissent figurer dans un prospectus par référence à d'autres documents du moment que ces documents ont été publiés « antérieurement ou simultanément » et qu'ils ont été approuvés par, ou déposés auprès, de l'autorité compétente de l'État membre d'origine conformément aux dispositions de la directive prospectus ou de la directive 2004/109/CE (*art. 11 § 1, dir. 2003/71/CE*). En énonçant que le document doit avoir été publié antérieurement ou simultanément, le législateur européen a voulu exclure la possibilité d'inclure par référence des documents publiés postérieurement au prospectus. La directive ajoute deux précisions importantes. D'une part, elle dispose que les informations qui peuvent être incluses par référence doivent être « les plus récentes dont l'émetteur dispose » (*ibid.*). D'autre part, elle exclut toute inclusion d'informations par référence dans le résumé (*ibid.*). Cette règle relève du bon sens. L'inclusion d'informations par référence ne serait guère compatible avec l'objectif du résumé. Le règlement (CE) n° 809/2004, quant à lui, énumère expressément un nombre de documents dans le contenu peut être inclus par référence (*art. 28 § 1, règ. (CE) n° 809/2004*). De surcroît, il énonce un nombre de règles à respecter. On se contentera de noter que l'article 28, paragraphe 2 du règlement requiert tout document qui contient des informations pouvant être inclus par référence d'être établi conformément aux règles relatives au régime linguistique du prospectus (v. supra n° 12). D'autre part, le règlement pose le principe que l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé doit s'efforcer « de ne pas compromettre la protection des investisseurs en termes de compréhensibilité et d'accessibilité desdites informations » (*art. 28 § 5, règ. (CE) n° 809/2004*). Dans ce contexte, notons également que selon la directive un tableau des correspondances devra être préparé afin de faire en sorte que les investisseurs puissent aisément retrouver des informations spécifiques (*art. 11 § 2, dir. 2003/71/CE*).

(f) les omissions d'informations

### **24. – Cas de figure limités**

Un émetteur peut pour des raisons tout à fait légitimes vouloir omettre certaines informations du prospectus. Vu les objectifs de la directive (notamment d'assurer une information complète et de renforcer la confiance du public), permettre l'omission d'informations n'est toutefois pas sans causer certains soucis. Comme pour les dispositions sur l'inclusion d'informations par référence, il fallait donc trouver un compromis entre les différents intérêts en jeu. Ainsi, le législateur européen a prévu que des informations puissent être omises dans certaines

circonstances, mais ces circonstances sont limitées et, en tout état de cause, la faculté d'omettre des informations est sujette à des obligations ou à des conditions. La plupart des règles relatives aux omissions sont prévues à l'article 8 de la directive prospectus. Il convient de les examiner plus en détail (*v. aussi art. 23 § 4, règ. (CE) n° 809/2004 en ce qui concerne les éléments d'information qui ne sont pas pertinents*).

## **25. – Omission d'informations qui ne sont pas disponibles**

Au cas où le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières qui font l'objet d'une offre publique ne peuvent pas être inclus dans le prospectus, ces informations peuvent être omises du prospectus (*art. 8 § 1, dir. 2003/71/CE*). Cela dit, une fois disponibles, ces éléments devront être déposés auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine et publiés conformément aux dispositions de la directive (*ibid.*). D'autre part, le prospectus devra fournir certaines informations relatives à ces éléments. En particulier, selon l'article 8, paragraphe 1, point a) il s'agira d'énoncer dans le prospectus « les critères et/ou conditions sur la base desquels ces éléments seront déterminés ou le prix maximum de l'offre ... ». Sinon les investisseurs auront la faculté de retirer leur acceptation pendant au moins deux jours ouvrables suivant le dépôt officiel du prix définitif et du nombre définitif des valeurs mobilières (*art. 8 § 1, point b), dir. 2003/71/CE*). Notons au passage que même si la directive ne le stipule pas, l'AEMF considère que ces informations devront également être fournies par l'émetteur aux autorités compétentes des États membres d'accueil (*AEMF, Questions and Answers Prospectuses – 21<sup>st</sup> updated version (ESMA/2014/35, 14 January 2014), question n° 1*). Une telle approche relève du bon sens. En effet, selon les dispositions relatives au passeport unique (*v. infra n° 57*), les autorités compétentes des États membres d'accueil doivent se voir remettre une copie du prospectus (*art. 18 § 1, dir. 2003/71/CE*). Il serait dès lors illogique de ne pas remettre à ces autorités des informations essentielles qui figurent en général dans le prospectus. Rappelons que s'agissant des conditions définitives de l'offre qui ne sont pas incluses dans le prospectus de base (ou dans un supplément), l'article 5 paragraphe 4 prévoit expressément que les autorités compétentes des États membres d'accueil se les voient remettre.

## **26. – Omission d'informations dont la divulgation n'est pas dans l'intérêt public ; qui risquent de porter un préjudice grave à l'émetteur ; qui sont peu importantes ou qui ne sont pas pertinentes**

La directive envisage un nombre d'autres cas d'omission d'informations. Ainsi, elle prévoit que des informations dont la divulgation ne serait pas dans l'intérêt public peuvent être omises du prospectus (*art. 8 § 2, point a), dir. 2003/71/CE*). La notion d'intérêt public est vague et la directive ne la précise pas davantage. Mais elle dispose tout de même qu'il revient à l'autorité compétente de l'État membre d'origine de dispenser un émetteur d'inclure de telles informations (*art. 8 § 2, dir. 2003/71/CE*). Cette autorité pourra également permettre à un émetteur d'omettre des informations si leur divulgation porterait un « préjudice grave » à celui-

ci (art. 8 § 2, point b), dir. 2003/71/CE). Cependant dans un tel cas de figure, le souci de prendre en compte les intérêts des investisseurs se traduit par une obligation de s'assurer que l'omission d'informations ne risque pas d'induire le public en erreur :

sur des faits et des circonstances dont la connaissance est indispensable à une évaluation en connaissance de cause de l'émetteur, de l'offreur ou du garant éventuel, ainsi que des droits attachés aux valeurs mobilières sur lesquelles porte le prospectus.// (art. 8 § 2, point b), dir. 2003/71/CE)

Un troisième cas de figure vise l'hypothèse où l'autorité compétente de l'État membre d'origine estime que des informations sont « d'une importance mineure » pour une offre spécifique ou une admission à la négociation spécifique sur un marché réglementé. Dans un tel cas, les informations pourront être omises du prospectus pour autant qu'elles ne soient pas capables d'exercer une influence sur l'évaluation de la situation financière et des perspectives de l'émetteur, de l'offreur ou du garant éventuel (art. 8 § 2, point c), dir. 2003/71/CE). Outre ces règles, l'article 23, paragraphe 4 du *règ. (CE) n° 809/2004* permet d'omettre un élément d'information prévu aux annexes du règlement (ou tout élément d'information équivalent) qui n'est pas « pertinent » pour l'émetteur, l'offre ou les valeurs mobilières. La question de savoir si un élément d'information est pertinent peut évidemment donner lieu à des incertitudes. En tout état de cause, selon l'AEMF un prospectus ne pourra jamais omettre une description des facteurs de risque (AEMF, *Questions and Answers Prospectuses – 21<sup>st</sup> updated version (ESMA/2014/35, 14 January 2014), question n° 11*).

## **27. – Omission d'informations qui sont inadaptées**

Une autre hypothèse à envisager est celle où l'information à fournir n'est pas adaptée au domaine d'activité de l'émetteur ou à sa forme juridique ou encore aux valeurs mobilières concernées. Dans une telle hypothèse, les informations en question pourront être remplacées par des informations équivalentes (art. 8 § 3, dir. 2003/71/CE). Selon l'article 8 paragraphe 3, ce n'est que dans l'hypothèse où des informations équivalentes ne peuvent pas être fournies que cette exigence ne s'appliquera pas. Ces dispositions sont sans préjudice d'une information adéquate des investisseurs.

## **28. – Omission d'informations dans le cas de valeurs mobilières garanties par un État membre**

Un nouveau cas d'omission fut ajouté à la directive lors des révisions de la directive en 2010. L'article 8, paragraphe 3 *bis*, vise le cas où les valeurs mobilières à émettre sont garanties par un État membre. Pour bien comprendre les dispositions en question, rappelons d'abord que la directive ne s'applique pas en principe aux valeurs mobilières qui sont inconditionnellement et irrévocablement garanties par un État membre (art. 1 § 2, point d), dir. 2003/71/CE) (v. supra n° 10). Néanmoins, selon l'article 1 paragraphe 3, un émetteur (un offreur ou une personne qui

sollicite l'admission à la négociation) a dans un tel cas tout de même la faculté d'établir un prospectus qui est conforme aux dispositions de la directive. Toutefois, il faudra dès lors respecter les dispositions de la directive et du règlement (CE) n° 809/2004, notamment celles relatives aux obligations d'information. Afin d'alléger les obligations d'information dans un cas où des valeurs mobilières sont garanties par un État membre, l'article 8, paragraphe 3 *bis* prévoit que les informations sur le garant pourront être omises du moment que le garant est un État membre. Selon le législateur européen, cette disposition s'explique par le fait que les États membres publient une grande partie des informations ayant trait à leur situation financière et que ces informations relèvent en général du domaine public (*considérant n° 19, dir. 2010/73/UE*).

2° La publication du prospectus

### **29. – La publication du prospectus : condition sine qua non**

Une fois que le prospectus a été approuvé et déposé auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine, le prospectus doit être rendu accessible à l'AEMF et mis à la disposition du public (*art. 14 § 1, dir. 2003/71/CE*). L'obligation qui est faite à l'émetteur (l'offreur ou à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) d'assurer la publication du prospectus est essentielle aux termes de la directive. C'est une condition *sine qua non* à toute offre au public ou toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé (*art. 3 §§ 1 et 3, dir. 2003/71/CE*).

### **30. – Remarques préliminaires**

Avant de s'intéresser aux règles visant la publication du prospectus, notons entre parenthèses que le législateur européen a également entendu mieux encadrer un autre type de publication : les communications à caractère promotionnel se rapportant à une offre de valeurs mobilières au public ou à une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé (*art. 15, dir. 2003/71/CE*). A l'inverse des dispositions relatives à la publication du prospectus, les principes et règles qui visent les communications à caractère promotionnel sont de nature assez générale. Selon l'article 15, il s'agira de faire en sorte que les communications à caractère promotionnel mentionnent qu'un prospectus a été (ou va être) publié et où il pourra être obtenu ; que ces communications soient reconnaissables en tant que telles ; que les informations y figurant soient exactes et ne prêtent pas à confusion ; et qu'elles soient compatibles avec l'information fournie ou à fournir dans le prospectus (*art. 15 §§ 2 et 3, dir. 2003/71/CE*). En effet, toute information, transmise oralement ou par écrit, qui concerne l'offre publique ou l'admission à la négociation sur un marché réglementé devra concorder avec l'information fournie dans le prospectus, même si elle n'a pas de « visée promotionnelle » (*art. 15 § 4, dir. 2003/71/CE*). Soulignons que les dispositions ci-avant s'appliquent uniquement

dans l'hypothèse où un émetteur, un offreur ou une personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé doit établir un prospectus selon les dispositions de la directive (*art. 15 § 1, dir. 2003/71/CE*). Elles ne visent pas les communications promotionnelles diffusées lors d'une offre qui n'est pas soumise à l'exigence d'un prospectus : par exemple, dans le cas où une offre est adressée uniquement à des investisseurs qualifiés (v. infra n° 35). Ceci dit, même dans l'hypothèse où un prospectus n'est pas requis, la directive requiert que l'égalité de traitement entre investisseurs qualifiés (ou entre catégories spéciales d'investisseurs auxquelles l'offre s'adresse) soit assurée en ce qui concerne les informations dites importantes. Ainsi, l'article 15, paragraphe 5 dispose que les informations importantes fournies par l'émetteur ou un offreur et qui sont adressées aux investisseurs qualifiés ou à des catégories spéciales d'investisseurs devront être « communiquées à tous les investisseurs qualifiés ou catégories spéciales d'investisseurs auxquels cette offre s'adresse exclusivement ». Soulignons toutefois que le paragraphe 5 s'applique également au cas où un prospectus est requis. Il vise donc deux hypothèses : d'une part, l'hypothèse des offres 'exemptes' prévues à l'article 3, paragraphe 2 et l'article 4, paragraphe 1 de la directive (v. infra n° 34 s) ; d'autre part, l'hypothèse où un prospectus doit être publié (*en ce sens, v. Commission européenne, 3rd informal meeting on prospectus transposition (Summary Record, 26 January 2005) p. 10*). Dans ce dernier cas, le principe de l'égalité de traitement requiert que les informations importantes fournies à une catégorie restreinte d'investisseurs soient également publiées dans le prospectus où dans un supplément au prospectus (*ibid.*). Ajoutons que selon le règlement (CE) n° 809/2004 lorsque la publication d'un prospectus n'est pas requise en vertu de la directive, ce fait doit être mentionné en forme d'avertissement dans les communications à caractère promotionnel (*art. 34, règ. (CE) n° 809/2004*). Evidemment cette exigence ne s'appliquera pas si l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé décide de son gré de publier un prospectus qui est conforme aux dispositions de la directive et du règlement (CE) n° 809/2004 (*ibid.*).

### **31. – Moment et moyens de publication du prospectus**

Les dispositions qui ont trait à la publication du prospectus sont prévues à l'article 14 de la directive. Elles visent d'une part à déterminer le moment auquel la publication devra avoir lieu et d'autre part à prescrire les moyens de publication. S'agissant du moment, le prospectus devra être publié par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé :

le plus tôt possible et, en tout état de cause, dans un délai raisonnable avant le début ou, au plus tard, au début de l'offre au public ou de l'admission à la négociation des valeurs mobilières concernées.// (*art. 14 § 1, dir. 2003/71/CE*)

En sus de ces règles, la directive édicte des règles particulières pour une première offre publique « d'une catégorie d'actions non encore admises à la négociation sur un marché

réglementé et qui doit l'être pour la première fois » (*ibid.*). Pour une telle offre, le prospectus devra être disponible au moins six jours ouvrables avant la clôture de l'offre (*ibid.*).

S'agissant des moyens de publication, différentes modalités sont prévues. Ainsi, un prospectus peut être publié par insertion dans un ou plusieurs journaux « à diffusion nationale ou à large diffusion » dans les États membres dans lesquelles l'offre publique et faite ou l'admission à la négociation est sollicitée (*art. 14 § 2, point a), dir. 2003/71/CE*). La publication pourra également se faire sous une forme imprimée (*art. 14 § 2, point b), dir. 2003/71/CE*). Dans ce cas, le prospectus devra être mis gratuitement à la disposition du public : soit dans les bureaux du marché sur lequel les valeurs mobilières sont admises à la négociation, soit au siège statutaire de l'émetteur ainsi que dans les bureaux des intermédiaires financiers qui sont chargés de placer ou de négocier les valeurs mobilières, y compris ceux qui sont en charge du service financier. A côté de ces moyens de publication traditionnelle, le prospectus pourra également être publié sous forme électronique. Un nombre de scénarios est envisagé dans ce contexte. En premier lieu, le prospectus pourra être publié sur le site internet de l'émetteur ou sur le site internet des éventuels intermédiaires financiers en charge du placement ou de la vente des valeurs mobilières, y compris ceux en charge du service financier (*art. 14 § 2, point c), dir. 2003/71/CE*). En deuxième lieu, la publication pourra se faire sur le site internet du marché réglementé au cas où une admission à la négociation est sollicitée (*art. 14 § 2, point d), dir. 2003/71/CE*). En troisième lieu, le prospectus pourra être publié sur le site internet de l'autorité compétente de l'État membre d'origine à condition que celle-ci offre un tel service (*art. 14 § 2, point e), dir. 2003/71/CE*). Signalons que lors des révisions de la directive en 2010, le législateur européen a renforcé les dispositions relatives à la publication du prospectus sous forme électronique. Ainsi, au cas où le prospectus est publié par insertion dans un journal ou est mis à disposition du public sous une forme imprimée, il devra également être publié sous forme électronique sur le site internet de l'émetteur ou sur le site internet des éventuels intermédiaires financiers (et ceux en charge du service financier) (*art. 14 § 2, dir. 2003/71/CE*). La publication par voie électronique est donc privilégiée par le législateur européen qui conçoit l'internet comme un moyen de communication permettant un accès facile à l'information (*considérant n° 22, dir. 2010/73/UE*). Ceci dit, au cas où la publication est faite sous forme électronique, un investisseur sera tout de même en droit de demander qu'un exemplaire du prospectus sur support papier lui soit fourni gratuitement (*art. 14 § 7, dir. 2003/71/CE*).

### **32. – Modalités particulières de publication**

La directive énonce des règles particulières en ce qui concerne la publication d'un prospectus qui prend la forme de plusieurs documents ou qui inclut des informations par référence. Ainsi, l'article 14, paragraphe 5 prévoit que les documents et informations qui composent le prospectus pourront être publiés et diffusés séparément du moment qu'ils sont mis gratuitement à la disposition du public selon les modalités de publication énoncées au paragraphe 2 (v. supra n° 31). Il faudra également s'assurer que les documents en question mentionnent où chaque élément constituant le prospectus intégral pourra être obtenu (*art. 14*

§ 5, *dir. 2003/71/CE*). Enfin, s'agissant des conditions définitives de l'offre qui, rappelons-le, peuvent ne pas être inclus dans le prospectus de base, l'article 33 du règlement (CE) n° 809/2004 prévoit qu'elles puissent être publiées selon un mode différent du prospectus de base. Toutefois, le mode de publication devra être conforme aux modalités de publication étudiées ci-dessus.

### **33. – Modalités supplémentaires de publication**

Les règles relatives aux moyens ou modalités de publication du prospectus sont complétées par un nombre d'autres dispositions qui visent à assurer une meilleure diffusion du prospectus. Ainsi, la directive dispose que l'État membre d'origine peut demander qu'une notice soit publiée de manière à renseigner sur la façon dont le prospectus a été publié et où il pourra être obtenu (*art. 14 § 3, dir. 2003/71/CE*). De surcroît, selon l'article 14, paragraphe 4, l'autorité compétente de l'État membre d'origine doit publier sur son site internet, soit tous les prospectus qu'elle a approuvés, soit « à tout le moins » une liste des prospectus approuvés. Le cas échéant, elle devra insérer des liens hypertexte vers les prospectus publiés sur les sites internet des émetteurs ou des marchés réglementés (*art. 14 § 4, dir. 2003/71/CE*). Signalons que les obligations prévues au paragraphe 4 sont limitées dans le temps. L'obligation de publication cessera de s'appliquer après une période de douze mois. Enfin, l'AEMF doit également publier sur son site internet une liste des prospectus qui ont été approuvés par les diverses autorités compétentes (*art. 14 § 4 bis, dir. 2003/71/CE*). Des liens hypertexte devront, le cas échéant, être ajoutés. Les éléments d'information devront rester accessibles pour au moins une période de douze mois (*ibid.*).

## **B. – LES DÉROGATIONS À L'EXIGENCE D'UN PROSPECTUS**

### **34. – Présentation**

L'étude des règles relatives à l'exigence d'un prospectus a montré que par rapport aux directives précédentes, la directive prospectus et le règlement (CE) n° 809/2004 ont mis en place une réglementation qui est beaucoup plus exhaustive. Le principe de l'harmonisation maximale contribue bien entendu de manière très importante au caractère uniforme de la réglementation au niveau national. Le caractère plus exhaustif des règles européennes est évident non seulement en ce qui concerne les règles relatives à l'exigence du prospectus, mais également en ce qui concerne celles qui dispensent l'émetteur (ou l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) d'établir un prospectus. Ces cas de dispense prévus à la directive concernent les placements dits privés (1°) ainsi que diverses opérations d'ordre plus particulier donnant lieu à l'émission de valeurs mobilières (2°). Ceci dit, notons dès à présent que même si la directive dispense un émetteur de l'obligation d'établir un prospectus, cela ne signifie pas qu'un document d'information ne devra pas être établi. En effet, dans beaucoup de cas, un document de substitution devra être fourni. L'article 20 de la directive va même jusqu'à prévoir qu'un émetteur d'un pays tiers puisse sous certaines

conditions être dispensé d'établir un prospectus conforme aux obligations d'information européennes du moment qu'il peut se prévaloir d'un prospectus qui est conforme à la législation d'un pays tiers. Ce cas de figure mérite une place à part (3°). Avant d'aborder les divers cas de dispense, remarquons que nous réserverons ci-après le terme de « prospectus » aux documents d'information qui sont conformes en tout point aux dispositions « prospectus » européennes, notamment à celles qui visent le contenu du prospectus. Tout autre document sera qualifié de document d'information ou dans le cas prévu à l'article 20, de « prospectus d'un pays tiers ».

1° Dispenses en cas de placement privé

### **35. – Cinq cas de figure**

L'article 3, paragraphe 2 de la directive prospectus énumère des types d'offre qui en l'absence des dispositions du paragraphe 2 seraient qualifiés d'offre au public et qui dès lors seraient soumis aux exigences relatives au contenu du prospectus, à son approbation et à sa publication. Soulignons que les dispositions du paragraphe 2 ne s'appliquent pas au cas où les valeurs mobilières sont à admettre à la négociation sur un marché réglementé (*AEMF, Questions and Answers Prospectuses – 21<sup>st</sup> updated version (ESMA/2014/35, 14 January 2014), question n° 44*).

Le paragraphe en question énonce cinq cas de dispense : (a) une offre de valeurs mobilières qui est uniquement adressée à des investisseurs qualifiés ; (b) une offre de valeurs mobilières qui est adressée « à moins de cent cinquante personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par État membre » ; (c) une offre de valeurs mobilières qui est adressée à des investisseurs lesquels acquièrent les valeurs mobilières « pour un montant total d'au moins 100 000 EUR par investisseur et par offre distincte » ; (d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 100 000 EUR ; et enfin (e) une offre de valeurs mobilières « dont le montant total dans l'Union est inférieur à 100 000 EUR, ce montant étant calculé sur une période de douze mois ». Ces dispositions appellent quelques commentaires.

Par rapport aux directives précédentes, la directive prospectus énonce les cas de dispense avec davantage de précision. Ainsi par exemple, l'article 3, paragraphe 2, point b) fixe un seuil maximal de personnes pour toute offre réservée à un nombre limité de personnes, à l'inverse de la directive 89/298/CEE qui ne prévoyait pas de seuil et disposait uniquement qu'elle ne s'appliquait pas aux offres de valeurs mobilières réservées « à un cercle restreint de personnes » (*art. 2 § 1, point b), dir. 89/298/CEE*). D'autre part, l'article 3, paragraphe 2, envisage maintenant l'hypothèse d'une revente de valeurs mobilières qui ont précédemment bénéficié d'une des dérogations énumérées ci-dessus. Avant l'adoption de la directive prospectus, les réglementations nationales divergeaient. Une revente pouvait ainsi être considérée comme une offre publique – rappelons que la directive 89/298/CEE ne donnait pas de définition commune du terme – ou comme un placement privé. Le législateur européen a voulu mettre un terme à

ces pratiques divergentes. Outre le fait que la directive prospectus définit la notion d'offre publique (*art. 2 § 1, point d, dir. 2003/71/CE*), l'article 3 paragraphe 2 dispose qu'une revente de valeurs mobilières qui ont précédemment bénéficié d'une des dérogations prévues à l'article 3 devra être traitée comme une « offre distincte » (v. aussi infra n° 36). Dès lors, afin de déterminer si une telle offre est une offre au public, l'examen devra se faire à la lumière de l'article 2 paragraphe 1, point d) qui définit la notion d'offre publique. Signalons également que la directive souligne expressément qu'un prospectus devra être publié au cas où un placement de valeurs mobilières se fait par des intermédiaires financiers et le placement final ne rentre pas dans un des cas de dispense énumérés ci-dessus (*art. 3 § 2, dir. 2003/71/CE*).

### **36. Dispositions modifiées en 2010**

Comme d'autres dispositions, l'article 3, paragraphe 2, fut modifié en 2010. Certains seuils furent revus, notamment pour faire en sorte que les types d'offres prévus au paragraphe 2 ne soient pas à la portée des investisseurs de détail (v. *par exemple, les cas de dispense prévus aux points c) et d)*; *considérant n° 9, dir. 2010/73/UE*). Les dispositions relatives aux investisseurs qualifiés furent également revues. Rappelons qu'une offre de valeurs mobilières qui est adressée uniquement à des investisseurs qualifiés n'est pas une offre publique au sens de la directive. En effet, ce type d'investisseurs est censé avoir un niveau de compétence élevé. Cela dit, l'agencement de la définition d'investisseur qualifié qui figurait dans la directive prospectus et celle d'investisseur professionnel prévue à la directive 2004/39/CE a donné lieu à des difficultés. Le législateur européen décida donc de modifier les dispositions en 2010 afin de réduire la complexité et les coûts pour les acteurs du marché (*considérant n° 7, dir. 2010/73/UE*). Tel que modifié, l'article 2, paragraphe 1, point e), renvoi aux dispositions de la directive 2004/39/CE. Rappelons toutefois que cette dernière sera prochainement abrogée et remplacée par la directive 2014/65/EU et le règlement (UE) no 600/2014).

Lors des révisions de la directive, les dispositions visant les offres en cascade (« retail cascade ») furent également réexaminées (v. aussi supra n° 35). La notion d'offre en cascade décrit en gros des modes de distribution qui consistent à offrir des valeurs mobilières aux investisseurs de détail par le biais d'un réseau d'intermédiaires financiers et non pas directement par l'émetteur (*AEMF, ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Prospectus Directive as amended by the Directive 2010/73/EU (ESMA/2012/137, 29 February 2012), p. 27*). La revente aux investisseurs de détail peut se faire de concert avec l'émetteur même si en général cela n'est pas le cas (*ibid., p. 10*). Rappelons que selon les dispositions de l'article 3 paragraphe 2, une revente de valeurs mobilières doit être considérée comme une offre distincte. Une offre adressée aux investisseurs de détail sera donc généralement traitée comme une offre au public (à moins bien sûr que cette offre puisse se prévaloir d'un des cas de dispense prévus à l'article 3, paragraphe 2). En tant qu'offre au public, un prospectus devra être fourni. Ces dispositions ont engendré une certaine insécurité juridique pour les acteurs du marché. Dans le but d'améliorer le cadre légal des offres en cascade et d'éviter une charge administrative excessive pour les

acteurs du marché, certaines précisions furent donc ajoutées au texte législatif. S'agissant de l'obligation d'établir un prospectus, l'article 3, paragraphe 2 prévoit maintenant que l'exigence d'établir un autre prospectus ne s'appliquera pas lors d'une revente ultérieure ou lors d'un placement final de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers du moment qu'un prospectus valide est disponible et que l'émetteur ou la personne en charge de rédiger le prospectus « consent par un accord écrit à son utilisation ». En d'autres mots, dans un tel cas, les intermédiaires financiers qui revendent ou placent les valeurs mobilières pourront se prévaloir d'un prospectus publié initialement. Un considérant précise que l'accord donné peut être assorti de conditions (*considérant n° 10, dir. 2010/73/UE*). Le même considérant ajoute qu'au cas où un accord a été donné, l'émetteur ou la personne chargée de rédiger le prospectus initial devrait être responsable des informations qui figurent dans le prospectus (et dans le cas d'un prospectus de base, de la fourniture et du dépôt des conditions définitives). Dans l'hypothèse où un accord n'a pas été donné, l'intermédiaire devra publier un nouveau prospectus. Il sera dès lors responsable des informations y figurant (et dans le cas d'un prospectus de base, des conditions définitives). Notons pour terminer que les dispositions de la directive ainsi modifiées ont été complétées par de nouvelles dispositions réglementaires figurant au règlement (CE) n° 809/2004. Elles définissent notamment les modalités relatives à l'accord de l'émetteur ou de la personne chargée de rédiger le prospectus (*art. 20 bis et annexe XXX, règ. (CE) n° 809/2004*).

2° Dispenses liées au caractère particulier de l'opération envisagée

### **37. – Présentation**

Le législateur européen a prévu une deuxième série de dérogations à l'obligation de publier un prospectus. Ces dérogations sont prévues à l'article 4 de la directive. Elles s'expliquent généralement par le caractère particulier de l'opération qui donne lieu à l'émission des valeurs mobilières. Soulignons que l'article 4 s'applique aussi bien aux offres publiques qu'aux admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

### **38. – Dérogations particulières en cas d'offre publique**

Le paragraphe 1 de l'article 4 concerne les offres publiques. Il énumère cinq catégories de valeurs mobilières auxquelles l'exigence de publier un prospectus ne s'applique pas. Il s'agit (a) des actions émises « en substitution » d'actions qui sont de même catégorie et qui ont déjà été émises, à condition que l'émission des actions nouvelles n'a pas pour conséquence d'augmenter le capital souscrit ; (b) des valeurs mobilières qui sont offertes lors d'une offre publique d'acquisition par voie d'une offre publique d'échange ; (c) des valeurs mobilières « offertes, attribuées ou devant être attribuées » lors d'une fusion ou d'une division ; (d) des dividendes qui sont payés aux actionnaires existants sous forme d'actions dès lors que ces actions sont de la même catégorie que celles qui donnent droit aux dividendes ; et enfin (e) les valeurs mobilières « offertes, attribuées ou devant être attribuées » aux administrateurs

(anciens ou existants) ou aux salariés (anciens ou existants) par leur employeur ou par une société liée (v. aussi infra n° 42).

### **39. – Dérogations particulières en cas d'admission à la négociation sur un marché réglementé**

Le paragraphe 2 de l'article 4 traite des cas où l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas à l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Il regroupe huit catégories de valeurs mobilières. Certaines de ces catégories correspondent à celles prévues au paragraphe 1. Sont dispensées de l'obligation de publier un prospectus lors d'une admission à la négociation sur un marché réglementé : (a) les actions qui représentent « sur une période de douze mois, moins de 10% du nombre d'actions de même catégorie déjà admises à la négociation sur le même marché réglementé » ; (b) les actions qui sont émises « en substitution » d'actions de même catégorie qui ont déjà été admises à la négociation sur le même marché réglementé, à condition que l'émission des nouvelles actions n'a pas pour conséquence d'augmenter le capital souscrit ; (c) les valeurs mobilières qui sont offertes lors d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange ; (d) les valeurs mobilières « offertes, attribuées ou devant être attribuées » lors d'une fusion ou d'une division ; (e) les actions « offertes, attribuées ou devant être attribuées » gratuitement aux actionnaires existants, ainsi que les « dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes », à condition que ces actions soient de la même catégorie que celles qui ont déjà été admises à la négociation sur le même marché réglementé ; (f) les valeurs mobilières « offertes, attribuées ou devant être attribuées » aux administrateurs (anciens ou existants) ou aux salariés (anciens ou existants) par leur employeur ou par une société liée, à condition que ces valeurs mobilières soient de la même catégorie que celles qui ont déjà été admises à la négociation sur le même marché réglementé ; (g) les actions qui résultent soit d'une conversion ou d'un échange d'autres valeurs mobilières, soit de l'exercice de droits conférés par d'autres valeurs mobilières, à condition que ces actions soient de la même catégorie que celles qui ont déjà été admises à la négociation sur le même marché réglementé ; et enfin (h) les valeurs mobilières qui ont déjà été admises à la négociation sur un autre marché réglementé mais seulement sous diverses conditions (v. *le point h*) du § 2 de l'art. 4, *dir. 2003/71/CE*).

### **40. – Documents d'information**

Même si l'article 4 dispense de l'obligation de publier un prospectus, cela ne signifie pas qu'un document d'information n'est pas requis. Ainsi, l'article 4 paragraphe 1 exige qu'un document « contenant des informations considérées par l'autorité compétente comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus » soit disponible dans l'hypothèse où les valeurs mobilières sont offertes lors d'une offre publique d'acquisition par la voie d'une offre publique d'échange. Il en est de même dans le cas où les valeurs mobilières sont offertes (attribuées ou devant être attribuées) lors d'une fusion ou d'une division. Dans d'autres cas un document

« contenant des informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre » doit être disponible. Cela est le cas dans l'hypothèse où des dividendes sont payés sous la forme d'actions ou dans l'hypothèse où les valeurs mobilières sont offertes (attribuées ou devant être attribuées) aux administrateurs ou salariés.

S'agissant des dérogations prévues au paragraphe 2, la directive prévoit, comme au paragraphe 1, qu'un document contenant des informations équivalentes est requis dans l'hypothèse où les valeurs mobilières sont offertes lors d'une offre publique d'acquisition par la voie d'une offre publique d'échange, ou dans le cas d'une fusion ou d'une division. Dans l'hypothèse où des actions sont offertes (attribuées ou devant être attribuées) gratuitement aux actionnaires existants ou des dividendes sont payés sous forme d'actions, un document d'information qui renseigne sur le « nombre et la nature des actions » ainsi que sur « les raisons et les modalités de l'offre » devra être disponible. Il en va de même dans le cas où les valeurs mobilières sont offertes (attribuées ou devant être attribuées) aux administrateurs ou salariés. Il est clair que les documents d'information qui sont requis à l'article 4 ne sont pas des prospectus au sens de la directive et ne sont donc pas soumis aux mêmes obligations. En effet, on verrait mal l'intérêt des dispositions de cet article si tel n'était pas le cas. Ceci dit, étant donné que ces documents ne sont pas des prospectus, les dispositions relatives au passeport unique (voir infra n° 57) ne s'appliquent pas non plus.

#### **41. – La condition d'équivalence de l'information**

Nous avons vu au paragraphe précédent que la directive exige dans certain cas que des informations équivalentes soient fournies. S'agissant de cette condition d'équivalence, l'article 4 dit simplement que les informations en question doivent être considérées comme équivalentes par « l'autorité compétente » et non pas par l'autorité compétente de l'État membre d'origine. L'examen de l'équivalence se fera donc par l'autorité compétente de l'État membre sur le territoire duquel un émetteur voudra se prévaloir des dispositions de l'article 4 (*Commission européenne, 3rd informal meeting on prospectus transposition (Summary Record, 26 January 2005) p. 6*). Selon la Commission européenne, cette autorité établira le caractère équivalent de l'information « au cas par cas » (*ibid.*, p. 5). Une telle approche ne semble pas favoriser une application uniforme des dispositions européennes. Certes, la directive prévoit que la Commission peut adopter, avec l'aide de l'AEMF, des normes techniques de réglementation (*art. 4 § 3, dir. 2003/71/CE*). La Commission et l'AEMF seraient donc en mesure de préciser la notion d'équivalence. Toutefois, de telles mesures n'ont pas été prises. Néanmoins, la Commission a précisé que l'article 4 n'exige pas que toutes les informations figurant dans un prospectus soit fournies dans un document contenant des informations équivalentes (*Commission européenne, 3rd informal meeting on prospectus transposition (Summary Record, 26 January 2005) p. 5*). Signalons également que s'agissant du deuxième type de document prévu à l'article 4 (c'est-à-dire, un document contenant des informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre), la Commission est d'avis qu'il est soumis à un régime « light touch » (*ibid.*, p. 6).

#### **42. La révision de l'article 4, paragraphe 1, point e)**

Les dispositions de l'article 4, paragraphe 1, point e) méritent des précisions supplémentaires. Rappelons que les dispositions en question ont trait à l'hypothèse où des valeurs mobilières sont offertes (attribuées ou devant être attribuées) aux administrateurs ou salariés par leur employeur ou une société liée. Initialement, la directive disposait que pour pouvoir se prévaloir de cette dérogation, un employeur devait disposer de valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé. Cette condition restrictive compliquait l'application de cette dérogation. Plus particulièrement, elle pénalisait les sociétés – y compris les sociétés de pays tiers – dont les valeurs mobilières n'étaient pas cotées sur un marché réglementé ou qui étaient négociées sur un marché qui n'était pas un marché réglementé au sens de la législation européenne (v. *Commission des Communautés Européennes, Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et 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 (COM(2009) 491 final, 23 septembre 2009), p. 8*). Pour faciliter l'application de cette dérogation et afin de favoriser la participation des salariés dans les sociétés, notamment dans les petites et moyennes entreprises (*considérant n° 14, dir. 2010/73/UE*), le législateur européen est intervenu en 2010. L'article 4, paragraphe 1, point e), tel que modifié, différencie entre d'une part les sociétés ayant leur administration centrale ou leur siège statutaire dans l'Union européenne et d'autre part celles qui sont établies dans un pays tiers. Pour ce qui est des premières, le législateur européen a tout simplement aboli l'exigence d'avoir des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé. Pour les sociétés établies dans un pays tiers, les dispositions sont plus compliquées. Notons d'abord qu'à l'inverse des sociétés établies dans l'Union européenne, l'obligation d'avoir des valeurs mobilières admises à la négociation n'a pas été abolie. Ainsi, pour bénéficier de la dérogation prévue au point e) du paragraphe 1, les sociétés établies en dehors de l'Union devront avoir des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé (c'est-à-dire sur un marché européen conforme à la définition d'un marché réglementé) *ou* sur un marché d'un pays tiers. C'est bien en ajoutant cette dernière précision que le législateur européen a voulu faciliter l'application des dispositions du paragraphe 1, point e). Ceci dit, un nombre de conditions devront être satisfaites avant qu'une société d'un pays tiers, qui est cotée sur un marché d'un pays tiers, puisse bénéficier de cette dérogation. En premier lieu, la directive exige que des informations « adéquates » soient disponibles « au moins dans une langue communément utilisée dans l'univers de la finance internationale ». Le fait qu'un document d'information doit être établi aux termes du paragraphe 1, point e) ne semble pas, en tant que telle, être suffisant pour satisfaire cette exigence. En deuxième lieu, s'agissant du marché du pays tiers, la Commission européenne devra adopter une « décision d'équivalence ». La directive fixe les principes à respecter dans ce contexte. On notera que la

Commission devra s'assurer que le « cadre juridique » ainsi que le « dispositif de surveillance » du pays tiers sont tels qu'un marché réglementé qui est autorisé dans ce pays est soumis à des « obligations contraignantes » qui sont considérées comme équivalentes à celles prévues dans certaines directives européennes. D'autre part, il faudra s'assurer que ces obligations font l'objet d'une surveillance et d'un régime de sanctions effectif. Ces exigences sont ensuite quelque peu précisées par la directive qui énonce un nombre de conditions qui devront « au moins » être satisfaites. Ainsi, la directive dispose que les marchés du pays tiers doivent être soumis à autorisation, à une « surveillance et à un régime de sanction effectifs de manière permanente » ; les marchés doivent disposer de règles « claires et transparentes » afin de s'assurer que les valeurs mobilières peuvent être négociées « de manière juste, ordonnée et efficace » et sont « librement négociables » ; les émetteurs de valeurs mobilières doivent être soumis à des « obligations d'information périodiques et permanentes assurant un niveau élevé de protection des investisseurs » ; et enfin la transparence et l'intégrité du marché doivent être assurées « en prévenant les abus du marché sous la forme d'opérations d'initiés et de manipulations de marché ». Une condition de réciprocité n'est pas prévue par la directive. Signalons pour terminer que l'article 4 prévoit que la Commission adopte, le cas échéant, des actes délégués afin de préciser les principes énoncés ci-dessus ou afin de le compléter par d'autres (*art. 4 § 1, point e), dir. 2003/71/CE*).

3° Prospectus établi selon la législation d'un pays tiers

#### **43. – Régime spécial pour émetteurs de pays tiers**

Un troisième cas de dispense est prévu à l'article 20 de la directive. Les dispositions de cet article sont particulières. Elles concernent uniquement les émetteurs établis dans des pays tiers. En effet, l'article 20 envisage l'hypothèse où un émetteur ayant son siège statutaire dans un pays tiers veut se prévaloir d'un prospectus établi selon la législation d'un pays tiers aux fins d'une offre publique sur le territoire d'un État membre ou d'une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Étant donné qu'un tel prospectus n'est pas établi selon les règles prévues au règlement (CE) n° 809/2004, on traitera cette hypothèse comme un cas qui dispense un émetteur de l'exigence d'un prospectus. On qualifiera un tel prospectus de « prospectus d'un pays tiers » pour le distinguer d'un prospectus établi selon les dispositions européennes et en particulier celles qui figurent au règlement (CE) n° 809/2004 et qui précisent notamment les éléments d'information à fournir.

#### **44. – Conditions à respecter**

Pour pouvoir se prévaloir des dispositions de l'article 20, deux conditions doivent être remplies. D'une part, le prospectus d'un pays tiers doit être établi conformément aux normes internationales définies par les organisations internationales des commissions de valeurs, notamment les normes de publicité de l'OICV. D'autre part, les informations qui sont requises, notamment les informations d'ordre financier, doivent être « équivalentes » à celles qui doivent

être fournies en vertu de la directive prospectus. Une fois que ces conditions sont remplies, l'autorité compétente de l'État membre d'origine sera en mesure d'approuver le prospectus d'un pays tiers. De surcroît, si l'autorité en question décide d'approuver un tel prospectus, l'émetteur du pays tiers pourra se prévaloir du passeport unique. Ainsi le prospectus d'un pays tiers pourra servir aux fins d'une offre au public, ou d'une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, dans des États membres autre que l'État membre d'origine (*art. 20 § 2, dir. 2003/71/CE*). Les dispositions de la directive qui gouvernent la reconnaissance mutuelle, celles relatives à l'obligation de notification de l'autorité compétente de l'État membre d'accueil et de l'AEMF ainsi que celles qui gouvernent le régime linguistique du prospectus devront toutefois être respectées (*ibid., renvoyant aux dispositions des arts. 17-19, dir. 2003/71/CE*).

#### **45. – La condition d'équivalence de l'information**

La notion d'équivalence appelle des commentaires supplémentaires (*v. P Schammo, EU Prospectus Law – New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets, (CUP, Cambridge, 2011), pp. 165-189*). Signalons immédiatement que cette notion est floue. Elle n'est pas autrement précisée dans la directive, malgré son importance. Certes, le législateur européen a prévu que la Commission européenne puisse intervenir afin d'adopter « des mesures destinées à établir des critères d'équivalence généraux » (*art 20 § 3, dir. 2003/71/CE*). Il a également prévu que la Commission puisse adopter sur base de ces critères « des mesures d'exécution constatant qu'un pays tiers assure l'équivalence des prospectus établis sur son territoire » (*ibid.*). Toutefois, la Commission européenne n'a pas à ce jour fait usage de ces pouvoirs. En revanche, certaines autorités compétentes se sont d'ores et déjà prévaluées des dispositions de l'article 20. Ainsi, en janvier 2008, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) conclut un accord avec l'Autorité Israélienne des Valeurs Mobilières concernant l'équivalence des réglementations relatives à la double cotation des valeurs mobilières. Cet accord fut modifié en 2013 (*accord entre l'Autorité des marchés financiers et l'Autorité israélienne des valeurs mobilières concernant l'équivalence des réglementations relatives à la double cotation des valeurs mobilières JORF 7 avril 2013 p. 5801*). L'accord doit se voir à la lumière des efforts d'internationalisation de NYSE Euronext. Il a notamment pour objet d'établir les conditions dans lesquelles les deux autorités sont prêtes à considérer leurs dispositions réglementaires relatives à l'établissement et à l'approbation du prospectus comme équivalentes (*ibid.*). L'accord stipule expressément qu'il « se veut conforme à l'article 20 de la Directive Prospectus et aux déclarations publiques de l'AEMF » (*ibid.*).

#### **46. Le rôle de l'AEMF**

Même si le souci d'assurer la compétitivité des places financières nationales se comprend bien, une approche qui laisse aux autorités nationales le soin de se prononcer sur l'équivalence des dispositions d'un pays tiers ne favorise pas l'application uniforme de la directive. Pour remédier à cette situation, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CERVM), le

prédécesseur de l'AEMF, fut chargé de définir une approche commune. L'AEMF prit la relève en 2011. Cette dernière s'est notamment prononcée sur l'équivalence des dispositions israéliennes relatives au prospectus (*AEMF, ESMA statement on Israeli laws and regulations on prospectuses, Public Statement, ESMA/2011/37, 23 March 2011*). D'autre part, elle a développé une approche commune pour évaluer la réglementation relative au prospectus d'un pays tiers (*AEMF, Framework for the assessment of third country prospectuses under Article 20 of the Prospectus Directive (Opinion, ESMA/2013/317, 20 March 2013)*; *AEMF, Framework for third country prospectuses under Article 20 of the Prospectus Directive (Public Statement, ESMA/2011/36, 23 March 2011)*). L'approche que l'AEMF privilégie est basée sur le principe du « wrap ». Selon l'AEMF, un prospectus établi selon la législation d'un pays tiers peut satisfaire aux exigences de la directive prospectus du moment que les éléments d'information manquant sont fournis dans une annexe (« wrap »). L'AEMF prend toutefois soin de distinguer entre deux catégories d'informations : d'une part les informations qui devront être fournies dans le « wrap » du moment qu'elles ne sont pas exigées par le pays tiers dans la forme prévue au règlement (CE) n° 809/2004. D'autre part, les informations qui ne devront pas être fournies dans le « wrap » du moment qu'elles sont exigées sous une autre forme par la réglementation du pays tiers (*AEMF, Framework for the assessment of third country prospectuses under Article 20 of the Prospectus Directive, Opinion, ESMA/2013/317, 20 March 2013*). Dans ce dernier cas, l'AEMF considère qu'il est raisonnable d'admettre qu'un investisseur sera en mesure d'arriver à une évaluation fondée *comme si* les informations en question étaient exigées par le pays tiers sous la forme prévue par le règlement (CE) n° 809/2004 (*ibid.*). L'AEMF a signalé qu'à l'avenir elle entend se prononcer sur base de cette approche sur la réglementation des pays tiers, soit de sa propre initiative, soit suite à une demande de la part d'une autorité d'un pays tiers (*ibid.*). Remarquons toutefois que l'approche commune que l'AEMF a élaborée prend la forme d'un avis adressé aux autorités compétentes. Cet avis n'a pas de force contraignante, à l'inverse des mesures que la Commission européenne peut adopter en vertu de l'article 20, paragraphe 3.

## II. – LE CONTRÔLE DES RÈGLES RELATIVES AU PROSPECTUS

### **47. – Une action moins étendue en matière de sanctions**

Même si le cadre réglementaire des prospectus est plus exhaustif et uniforme, il convient de constater que l'action du législateur européen sur le plan des sanctions est beaucoup moins étendue. La directive ne prévoit pas de sanctions pénales. S'agissant de la responsabilité civile, elle renvoie pour l'essentiel au droit des États membres. Ainsi, l'article 6 paragraphe 2 de la directive dispose que les États membres doivent veiller à que « leurs dispositions législatives, réglementaires et administratives en matière de responsabilité civile s'appliquent aux personnes responsables des informations fournies dans les prospectus ». Certes, le paragraphe 1 s'attache à identifier les personnes responsables pour les informations fournies dans un prospectus. Mais les dispositions en question ne sont que des règles minimales. En

ce qui est du résumé du prospectus, la directive est plus explicite (*art. 6 § 2, dir. 2003/71/CE*). Mais il s'agit avant tout de limiter la responsabilité civile qui peut être encourue sur la base du seul résumé. S'agissant des sanctions administratives, la directive impose simplement aux États membres de veiller à ce que « conformément à leur droit national » des mesures (ou sanctions) administratives « appropriées » soient applicables (*art. 25 § 1, dir. 2003/71/CE*). Elle ajoute que les mesures en question doivent être « effectives, proportionnées et dissuasives » (*ibid.*).

Il est clair qu'une harmonisation des sanctions pénales ou civiles était, compte tenu des difficultés pratiques et légales, hors de portée du législateur en 2003. Le législateur européen s'est dès lors avant tout efforcé de renforcer les dispositions relatives au contrôle *ex ante* des prospectus. La directive laisse le soin de ce contrôle aux autorités nationales, c'est-à-dire à l'autorité compétente de l'État membre d'origine qui est chargée d'approuver le prospectus (A). Cette répartition des tâches entre le législateur européen qui définit les règles à respecter et les autorités compétentes des États membres qui assurent le contrôle de ces règles n'est bien entendu pas sans incidence sur les impératifs du législateur en matière d'accès au capital ou en matière de protection des investisseurs. Cette observation nous amènera à nous interroger sur le rôle – actuel et future – de l'AEMF dans ce domaine (B).

## A. – LE RÔLE PRÉPONDÉRANT DES AUTORITÉS NATIONALES

### 48. – Approbation du prospectus

Un prospectus doit être approuvé par l'autorité compétente de l'État membre d'origine (1°). Une fois approuvé, le prospectus pourra être publié et pourra servir aux fins d'une offre publique ou d'une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. De surcroît, un émetteur pourra se prévaloir du passeport unique, mécanisme essentiel pour permettre l'accès au capital sur l'ensemble du territoire de l'Union (2°).

1° L'approbation du prospectus par l'autorité compétente de l'État membre d'origine

### 49. – Plan

Le fait qu'un prospectus doit être approuvé permet à une autorité compétente d'exercer un certain contrôle sur les informations qui sont fournies (a). Selon la directive prospectus, ce contrôle ne peut être exercé que par l'autorité compétente de l'État membre d'origine (b).

a) L'approbation du prospectus, moyen de contrôle pour l'autorité compétente de l'État membre d'origine

### 50. – Contrôle *ex ante* des prospectus

En disposant qu'un prospectus doit être approuvé avant toute publication et donc avant toute offre publique ou demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé, la directive

prospectus instaure un système de contrôle *ex ante* des prospectus (*pour une étude approfondie, v. P Schammo, The Prospectus Approval System, (2006) 7 European Business Organization Law Review 501*). Ce dispositif est essentiellement basé sur trois articles de la directive. L'article 13, paragraphe 1 dispose qu' « [a]ucun prospectus n'est publié avant approbation par l'autorité compétente de l'État membre d'origine ». L'article 3, paragraphe 1, stipule que « [l]es États membres n'autorisent aucune offre de valeurs mobilières au public sur leur territoire sans publication préalable d'un prospectus ». Enfin l'article 3, paragraphe 3, ajoute que « [l]es États membres font en sorte que toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur leur territoire soit subordonnée à la publication d'un prospectus ». Il ressort de ces articles que l'approbation du prospectus est une condition *sine qua non* pour toute offre de valeurs mobilières au public ou toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Ce type de contrôle *ex ante* est le seul que la directive prévoit. Elle ne prévoit pas de contrôle *ex post* des prospectus.

En édictant les règles relatives à l'approbation du prospectus, le législateur européen a estimé que les anciennes dispositions qui étaient fondées sur les directives 89/298/CEE et 80/390/CEE (la dernière ayant été intégrée dans la directive 2001/34/CE) devaient être renforcées. En effet, avant l'adoption de la directive prospectus, les pratiques de contrôle pouvaient varier de façon importante entre États membres. De surcroît, certains pays laissaient le soin d'examiner les prospectus à des opérateurs privés. D'autres en revanche étaient d'avis qu'une telle tâche devait relever des compétences d'une autorité publique (*v. P Schammo, EU Prospectus Law - New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets, (CUP, Cambridge, 2011) pp. 322-323*). Ces différences ne contribuaient pas à instaurer un climat de confiance entre États membres. En réponse à ces difficultés, la directive prospectus définit avec plus de précision la notion d'approbation. D'autre part, elle édicte de nouvelles règles quant aux acteurs qui sont chargés d'approuver un prospectus. Il convient d'examiner ces dispositions plus en détail.

### **51. – Définition et délais d'approbation**

S'agissant de la définition d'approbation, l'article 2, paragraphe 1, point q), dispose que l'approbation est

l'acte positif à l'issue de l'examen par l'autorité compétente de l'État membre d'origine visant à déterminer si le prospectus est complet, si les informations qu'il contient sont cohérentes et s'il est compréhensible.//

Notons que cette définition permet avant tout de mieux cerner les contours de l'examen (c'est-à-dire, du contrôle) du prospectus par l'autorité compétente. Ainsi l'examen portera sur la question de savoir si le prospectus est complet et compréhensible et si les informations fournies sont cohérentes. Il s'ensuit que certains types de contrôle ne sont plus admissibles : par exemple, le simple « box-ticking » qui consistait simplement à vérifier que les divers éléments

d'information figurent dans le prospectus, mais sans aucun autre examen. La directive prévoit également des délais d'approbation. Ainsi le paragraphe 2 de l'article 13 dispose que l'autorité compétente de l'État membre d'origine informera l'émetteur (ou l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation) de sa décision d'approuver ou non le prospectus « dans les dix jours ouvrables qui suivent la présentation du projet de prospectus ». L'absence d'une réponse dans le délai fixé ne vaudra cependant pas approbation du prospectus (*art. 13 § 2, dir. 2003/71/CE*).

Du point de vue de l'autorité compétente, le délai de dix jours ouvrables est un délai relativement court. Le législateur européen a donc ajouté deux précisions. En premier lieu, le paragraphe 3 de l'article 13 porte le délai de dix jours à vingt jours ouvrables dans l'hypothèse d'une offre publique qui porte sur des valeurs mobilières émises par un émetteur qui n'a pas encore de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé et qui n'a pas encore offert de valeurs mobilières au public. En deuxième lieu, selon le paragraphe 4 du même article, l'autorité compétente de l'État membre d'origine est en mesure de désactiver les délais prévus, du moment qu'elle estime « pour des motifs raisonnables » que les documents qui lui ont été soumis sont « incomplets » ou qu'un « complément d'information » est requis. Dans un tel cas, les délais prévus ne courent qu'à partir de la date à laquelle les informations sont fournies. La notion de « motifs raisonnables » est assez floue. Le législateur européen n'a pas pris la peine de l'a préciser. En bref, les dispositions relatives aux délais d'approbation ne semblent pas en pratique être particulièrement contraignantes. Ajoutons à cela que s'agissant de la définition d'« approbation » énoncée à l'article 2, paragraphe 1, point q), des différences d'interprétation restent tout à fait possible (v. *P Schammo, The prospectus approval system (2006) 7 European Business Organization Law Review 501*). Ainsi par exemple, l'obligation de vérifier que le prospectus est complet peut être interprétée d'une manière plus ou moins large. La directive ne résout pas ces difficultés.

## **52. – Approbation par une autorité administrative indépendante**

S'agissant des acteurs chargés d'approuver le prospectus, le législateur européen a voulu rompre avec le passé. En vertu de l'article 21, paragraphe 1), l'approbation du prospectus doit être confiée à des autorités administratives qui doivent être « totalement indépendantes de tous les opérateurs du marché ». En principe, les États membres doivent confier les tâches prévues par la directive à une autorité administrative compétente centrale (*art. 21 § 1, dir. 2003/71/CE*). S'agissant des obligations prévues au chapitre III de la directive – le chapitre qui traite notamment de l'approbation du prospectus – la directive prévoit tout de même qu'un État membre puisse charger d'autres autorités administratives d'appliquer les dispositions de la directive si le droit national de cet État membre le requiert (*ibid.*). Ceci dit, dans l'hypothèse où une offre publique ou une admission à la négociation sur un marché réglementé est prévue dans un État membre autre que le pays d'origine, seule l'autorité compétente centrale sera en mesure d'approuver le prospectus (*ibid.*).

Le législateur européen a également voulu s'assurer que les autorités compétentes disposent

des pouvoirs nécessaires pour exercer leurs tâches. Dans cette optique, la directive pose le principe que toute autorité compétente doit avoir « toutes les prérogatives nécessaires pour remplir ses fonctions » (*art. 21 § 3, dir. 2003/71/CE*). De surcroît, elle exige des États membres que les autorités compétentes chargées d'approuver les prospectus disposent d'une gamme de pouvoirs énumérés au paragraphe 3 de l'article 21. Compte tenu des dispositions relatives au passeport unique, il était en effet important de veiller à ce que les autorités compétentes aient des pouvoirs équivalents. Le climat de confiance entre autorités compétentes, indispensable au bon fonctionnement du passeport unique, aurait sinon été lésé. Cela dit, les pouvoirs prévus au paragraphe 3 ne sont que des pouvoirs qu'une autorité compétente devra, au minimum, posséder.

### **53. – Délégation de tâches**

En ce qui concerne la délégation de tâches à des acteurs autres que des autorités administratives indépendantes, le législateur européen a clairement voulu restreindre cette possibilité. Même si une telle délégation reste possible, très peu de tâches peuvent être déléguées. Il s'agit uniquement de l'enregistrement et de la publication sur internet des prospectus approuvés (*art. 21 § 2, dir. 2003/71/CE*). Depuis le 31 décembre 2011, il n'est plus possible de déléguer l'approbation d'un prospectus à des entreprises de marché (*ibid.*). Ceci dit, il faut bien distinguer cette hypothèse de celle où l'autorité compétente de l'État membre d'origine envisage de déléguer l'approbation d'un prospectus à l'autorité compétente d'un autre État membre. Une telle délégation, qui se fait par définition entre autorités administratives indépendantes, est tout à fait possible en vertu de l'article 13, paragraphe 5 de la directive. Il faudra néanmoins préalablement informer l'AEMF. D'autre part, l'autorité compétente qui se voit déléguer l'approbation du prospectus devra y consentir. L'émetteur (ou l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé) devra également être informé endéans les trois jours ouvrables qui suivent la date de décision de l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

#### **b) Règles relatives à la détermination de l'État membre d'origine**

### **54. – Émetteurs européens**

Étant donné que la directive prospectus est basée sur le principe du contrôle du pays d'origine, il a fallu mettre en place des règles qui permettent de déterminer l'État membre d'origine d'un émetteur. Arriver à un accord politique n'a cependant pas été sans difficultés. La solution qui fut finalement retenue reflète ces difficultés. Les règles sont complexes. L'article 2, paragraphe 1, point m) définit l'État membre d'origine. L'État membre d'accueil est défini au point n) du même paragraphe. Il n'y a pas lieu de s'attarder sur cette dernière disposition. Elle ne fait que préciser qu'un État membre d'accueil est un État sur le territoire duquel une offre publique est faite ou une admission à la négociation est sollicitée du moment que cet État membre n'est pas l'État membre d'origine. En ce qui concerne la définition de l'État membre d'origine, notons

immédiatement que l'article 2, paragraphe 1, point m) n'établit pas un régime unique qui s'applique à tout type d'émission de valeurs mobilières. En effet, la directive établit un régime particulier pour les émissions de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 1,000 euros, ainsi que pour toute émission de titres autres que de capital :

donnant droit à acquérir tout titre transférable ou à recevoir un montant en espèces à la suite de la conversion de ces titres ou de l'exercice des droits conférés par eux, pour autant que l'émetteur des titres autres que de capital ne soit pas l'émetteur des titres sous-jacents ou une entité appartenant au groupe de ce dernier émetteur.//

Pour ce type d'émission, l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation bénéficiera d'un choix de l'État membre d'origine. C'est-à-dire, il pourra choisir entre l'État membre où l'émetteur a son siège statutaire ; l'État membre où les valeurs mobilières ont été ou seront admises à la négociation sur un marché réglementé ; ou l'État membre où les valeurs mobilières sont offertes au public. Pour toute autre émission – par exemple, une émission de titres de capital, une émission de titres autre que de capital dont la valeur nominale unitaire est moins de 1,000 euros, ou une émission de valeurs mobilières qui sont convertibles en actions émises par l'émetteur du titre convertible – l'État membre d'origine correspondra à l'État membre où l'émetteur a son siège statutaire.

#### **55. – Émetteurs de pays tiers**

En ce qui concerne les émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers, la directive prévoit qu'ils pourront également se prévaloir des dispositions permettant à un émetteur de choisir un État membre d'origine (*art. 2 § 1, point m), alinéa iii*) ; v. *supra* n° 54). Ainsi par exemple, un émetteur d'un pays tiers pourra soumettre un prospectus à l'autorité compétente de l'État membre sur le territoire duquel les titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 1,000 euros seront admis à la négociation sur un marché réglementé. Toutefois en ce qui concerne les émissions de valeurs mobilières pour lesquelles un choix de l'État membre d'origine n'est pas prévu, le législateur européen a dû prévoir des règles particulières. Rappelons que dans un tel cas, la directive exige des émetteurs 'européens' qu'ils soumettent leur prospectus à l'autorité compétente de l'État membre où l'émetteur a son siège statutaire. Or un émetteur d'un pays tiers n'a pas de siège statutaire sur le territoire d'un État membre. Il fallait donc trouver une solution différente. La directive, telle que modifiée (v. *directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil 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, la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de*

*certaines dispositions de la directive 2004/109/CE, JO L 294 du 6.11.2013, p. 13) dispose que dans un tel cas l'État membre d'origine est (i) soit l'État membre où les valeurs mobilières sont offertes « pour la première fois » au public après l'entrée en vigueur de la directive 2013/50/UE ; (ii) soit l'État membre où la première demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé est effectuée « selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation, selon le cas ». Ce choix pourra ultérieurement être revu par l'émetteur au cas où celui-ci n'avait pas lui-même choisi l'État membre d'origine ou lorsque les valeurs mobilières de l'émetteur ne sont plus admises à la négociation sur un marché réglementé dans son État membre d'origine, mais sont admises à la négociation dans un ou plusieurs autres États membres. S'agissant de ce dernier cas de figure, la directive renvoie aux règles prévues à la directive 2004/109/CE (art. 2 § 1, point i), alinéa iii), dir. 2004/109/CE).*

### **56. – Un compromis politique**

Les dispositions qui définissent l'État membre d'origine sont en gros le fruit d'un compromis politique entre ceux qui militaient lors des négociations de la directive en faveur d'un régime réservant le pouvoir d'approuver un prospectus à l'autorité compétente de l'État membre sur le territoire duquel l'émetteur a son siège statutaire et ceux qui étaient d'avis qu'il était préférable de soumettre un prospectus à l'autorité compétente de l'État membre sur le territoire duquel une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée ou une offre au public est faite. Les règles qui furent adoptées ont notamment eu pour but de permettre au marché des *Eurobonds* de continuer à fonctionner comme dans le passé. On notera toutefois que certains éléments du compromis politique ne sont pas satisfaisants. Ainsi par exemple le seuil de 1,000 euros pour les titres autres que de capital est un seuil arbitraire. En 2009, la Commission européenne proposa de le supprimer, estimant qu'il posait « des problèmes pratiques aux émetteurs » (*Commission des Communautés Européennes, Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et 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 (COM(2009) 491 final, 23 septembre 2009), p. 6*). Un accord politique n'a toutefois pas pu être trouvé.

2° L'approbation du prospectus, condition à la reconnaissance mutuelle des prospectus

### **57. – Le passeport unique**

Il est évident que les règles qui déterminent l'État membre d'origine sont importantes, non seulement à cause du contrôle que l'autorité compétente de l'État membre d'origine exercera, mais également à cause du mécanisme de la reconnaissance mutuelle. La notion que la directive emploie dans ce contexte est celle du « passeport unique ». Le but du passeport

unique est de permettre à un émetteur de se prévaloir de son prospectus dans tous les États membres et ainsi de faciliter l'accès au capital sur l'ensemble du territoire de l'Union. Avant toute chose toutefois, le prospectus devra être approuvé par l'autorité compétente de l'État membre d'origine. L'approbation est donc aussi une condition essentielle à la reconnaissance mutuelle des prospectus. Ainsi, le paragraphe 1 de l'article 17 dispose

... lorsqu'une offre au public ou une admission à la négociation sur un marché réglementé est prévue dans un ou plusieurs États membres, ou dans un État membre autre que l'État membre d'origine, le prospectus approuvé par l'État membre d'origine, ainsi que tout supplément éventuel, est valide aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation dans un nombre quelconque d'États membres d'accueil ...//

La directive ajoute que les autorités compétentes des États membres d'accueil ainsi que l'AEMF devront être notifiées selon les modalités prévues à l'article 18 de la directive. En bref, il s'agira pour l'autorité de l'État membre d'origine de transmettre dans des délais fixés un certificat d'approbation, une copie du prospectus et, le cas échéant, une traduction du résumé à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil (*art. 18 § 1, dir. 2003/71/CE*). Le certificat d'approbation, qui devra également être notifié à l'AEMF (*art. 18 § 3, dir. 2003/71/CE*) et transmis à l'émetteur ou à la personne chargée de rédiger le prospectus (*art. 18 § 1, dir. 2003/71/CE*), attestera que le prospectus est conforme aux dispositions de la directive.

#### **58. – Rôle des États membres d'accueil**

Vu l'impératif de faciliter l'accès au capital, le législateur européen a strictement limité le champ des compétences des États membres d'accueil. Ainsi le paragraphe 1 de l'article 17 souligne que les autorités compétentes des États membres d'accueil ne pourront recourir à aucune procédure d'approbation ou procédure administrative en ce qui concerne le prospectus. Certes, l'article 23 permet à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil de prendre des mesures conservatoires, mais ce pouvoir est circonscrit. Au cas où elle découvre des irrégularités qui ont été perpétrées par l'émetteur ou par un établissement financier chargé des procédures d'une offre publique, ou encore que l'émetteur a enfreint ses obligations en raison de l'admission des valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, elle est censée en informer d'abord l'autorité compétente de l'État membre d'origine et l'AEMF. Elle ne pourra agir elle-même que si « en dépit des mesures prises par l'autorité compétente de l'État membre d'origine » ou « en raison de l'inadéquation de ces mesures » l'émetteur ou l'établissement financier continue à enfreindre les règles législatives ou réglementaires (*art. 23 § 2, dir. 2003/71/CE*). De surcroît, avant d'agir, elle devra informer l'autorité compétente de l'État membre d'origine et l'AEMF (*ibid.*).

#### **B. – QUEL RÔLE POUR L'AEMF?**

## 59. – Problématique

Afin de permettre au mécanisme de la reconnaissance mutuelle d'opérer efficacement, il est impératif qu'un climat de confiance puisse être maintenu entre autorités compétentes. Cela est d'autant plus vrai dans le cas de la directive prospectus. Rappelons que la directive est basée sur le principe du contrôle par le pays d'origine. Elle laisse peu de pouvoirs aux autorités compétentes des États membres d'accueil au cas où un émetteur se prévaut du passeport unique sur leurs territoires. Ceci dit, l'examen de la directive a permis d'identifier un nombre de dispositions qui devraient *a priori* renforcer la confiance mutuelle entre autorités compétentes. Rappelons, par exemple, qu'il n'est plus possible de confier l'approbation des prospectus à des acteurs privés tels que des entreprises de marché. Notons également que pour exercer leurs tâches, les autorités compétentes doivent disposer de certains pouvoirs minimaux. Néanmoins, ces modalités n'excluent pas pour autant des différences au niveau du contrôle de l'application des règles. Ainsi par exemple, s'agissant de la définition d'« approbation » du prospectus, des différences d'interprétation sont possibles. D'autre part, même si la directive prévoit des délais pour l'approbation du prospectus, ces délais ne sont pas en pratique très contraignants. En bref, du moment où le contrôle des prospectus est effectué au niveau des États membres, il ne peut être exclu en théorie que les conditions d'accès au capital continuent à varier entre États membres. Cela ne signifie pas pour autant qu'un contrôle centralisé est nécessaire (2°). Mais ce constat nous amène tout de même à nous interroger sur le rôle de l'AEMF dans le domaine de l'application des règles (1°).

### 1° Le rôle de l'AEMF

## 60. – Un éventail de pouvoirs

En effet, une image complète des actions de l'Union dans le domaine de l'application des règles « prospectus » ne peut être fournie sans examiner le rôle de l'AEMF (*v. règlement (UE) N° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, JO L 331 du 15.12.2010, p. 84. V. P.-H. Conac et V. Caillat, De CESR à l'ESMA : le Rubicon a été franchi, Bulletin Joly Bourse, Nov.-Dec. 2010, p. 500*). L'AEMF ne fera pas l'objet d'un examen détaillé dans le cadre de ce fascicule. On se contentera d'examiner certains de ces pouvoirs et on s'interrogera sur son rôle. Il est vrai que l'AEMF n'a pas été dotée d'un pouvoir d'approbation des prospectus. Mais elle a tout de même un nombre de compétences qui peuvent contribuer à assurer une application plus uniforme des règles relatives au contrôle des prospectus. Signalons dans ce contexte que selon l'article 8 paragraphe 1 du règlement n° 1095/2010, l'AEMF a entre autres comme mission de contribuer « à la création de normes et de pratiques communes de grande qualité » notamment en matière de surveillance (*art. 8 § 1, point a), règ. (UE) n° 1095/2010*). Elle contribue également à « l'application harmonisée des actes juridiquement contraignants de l'Union » (*art. 8 § 1, point b), règ. (UE) n° 1095/2010*). Afin

d'exercer ces tâches, l'AEMF est dotée d'un éventail de pouvoirs plus ou moins importants.

#### **61. – Les pouvoirs d'intervention de l'AEMF**

L'AEMF a certains pouvoirs d'intervention (*art. 9 § 5 et arts. 17-19, règ. (UE) n° 1095/2010*). Ces pouvoirs permettent à l'AEMF d'intervenir, dans certaines circonstances et sous certaines conditions, dans les rapports entre autorités compétentes ou dans les rapports entre autorités compétentes et acteurs du marché. Ainsi par exemple, l'AEMF est compétente pour régler des différends entre autorités compétentes. En effet, selon l'article 19 paragraphe 3 de son règlement, elle est en mesure de résoudre un désaccord entre autorités compétentes lorsque celles-ci n'ont pas pu trouver d'accord lors d'une première phase de conciliation. Ce pouvoir d'intervention de l'AEMF a des effets contraignants. C'est-à-dire, l'AEMF pourra contraindre les autorités compétentes à prendre des mesures précises (ou de s'abstenir d'agir) afin de s'assurer que le droit de l'Union est respecté. De surcroît, dans l'hypothèse où une des autorités compétentes ne se conforme pas à sa décision et ainsi ne veille pas à ce qu'un acteur du marché se conforme aux obligations qui lui sont directement applicables, l'AEMF sera en mesure d'exiger de cet acteur du marché qu'il prenne les « mesures nécessaires » pour respecter les obligations qui lui incombent selon le droit de l'Union « y compris la cessation d'une pratique » (*art. 19 § 4, règ. (UE) n° 1095/2010*).

Les pouvoirs d'intervention dont l'AEMF dispose différencient l'AEMF de son prédécesseur, le CERVM, qui n'avait pas de pouvoirs contraignants. Cela dit, le législateur européen a tout de même prévu diverses exigences qui devront être remplies avant que l'AEMF puisse exercer ces pouvoirs. Ainsi par exemple, l'AEMF ne pourra recourir aux dispositions de l'article 19 que si cela est prévu dans une législation dite « sectorielle » telle que la directive prospectus (*v. art 22 § 2, dir. 2003/71/CE qui permet à l'AEMF d'exercer les pouvoirs prévus à l'art. 19 du règlement 1095/2010 au cas où une autorité compétente ne coopère pas de manière satisfaisante (notamment, en ce qui concerne l'échange d'informations) avec d'autres autorités*). Signalons également que s'agissant notamment de la compétence de résoudre un désaccord, l'article 38 du règlement (UE) n° 1095/2010 établit certaines mesures de sauvegarde. En résumé, dans l'hypothèse où un État membre estime que la décision que l'AEMF a prise afin de résoudre un désaccord entre autorités compétentes « empiète sur ses compétences budgétaires », le Conseil pourra être appelé à se prononcer sur la question (*art. 38 § 2, règ. (UE) n° 1095/2010*).

#### **62. – Autres pouvoirs**

Outre ces pouvoirs d'intervention, l'AEMF peut également émettre des orientations et recommandations afin « d'établir des pratiques de surveillance cohérentes, efficaces et effectives ... et d'assurer une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union » (*art. 16 § 1, règ. (UE) n° 1095/2010*). Elle élabore des projets de normes techniques de réglementation et des projets de normes techniques d'exécution lesquels sont soumis pour approbation à la Commission européenne (*arts. 10 et 15, règ. (UE) n° 1095/2010*). Ainsi par

exemple, la directive 2014/51/UE prévoit que l'AEMF prépare des projets de normes techniques de réglementation précisant « les procédures d'approbation du prospectus et les conditions auxquelles les délais applicables peuvent être adaptés ». L'AEMF a également comme tâche de contribuer à créer une culture commune en matière de surveillance (*art. 29, règ. (UE) n° 1095/2010*) ou encore de réaliser des examens par les pairs ou « peer reviews » (*art. 30, règ. (UE) n° 1095/2010*). S'agissant de ces « peer reviews », remarquons que l'AEMF s'est notamment intéressée à la façon dont les autorités compétentes approuvent les prospectus. Les résultats de 2012 sont encourageants (*AEMF, Prospectus Directive: Peer Review Report on good practices in the approval process, (Report, ESMA/2012/300)*). Selon l'AEMF, les résultats montrent une forte cohérence entre les pratiques nationales (*AEMF, ESMA finds high level of consistency in EU national regulators' practices for the approval of investment prospectuses, (Press Release, ESMA/2012/330, 24 May 2012)*). L'AEMF entend également revoir les standards No. 1. et 2. relatifs au contrôle de l'information financière (*AEMF, ESMA Guidelines on enforcement of financial information, (Consultation Paper, ESMA/2012/1013, 19 July 2013)*). Ces standards furent élaborés par le CERVM. Ils ont notamment pour but de contribuer à établir une approche commune concernant le contrôle de l'information financière. A la fin du processus de révision, ces standards devraient être adoptés sous la forme d'orientations.

En résumé, même si le contrôle des prospectus reste aux mains des autorités nationales, l'AEMF est en mesure de contribuer à une application plus uniforme des dispositions relatives à ce contrôle. Certes, avant de tirer des conclusions, l'action de l'AEMF devra être étudiée à plus long terme. Néanmoins les signes sont encourageants. Avant de terminer et afin de faire le tour de la question, il convient de s'interroger sur la question d'un contrôle centralisé. Plus précisément, il s'agit de savoir si un contrôle centralisé des prospectus n'est pas tout de même justifié compte tenu de l'impératif d'assurer l'accès au capital sur l'ensemble du territoire de l'Union.

2° Vers un contrôle centralisé?

### **63. – Approbation des prospectus par une autorité européenne ?**

L'idée d'un contrôle centralisé des prospectus – c'est-à-dire l'idée de confier l'approbation des prospectus à une autorité européenne – n'est certes pas nouvelle. S'agissant des notes relatives aux valeurs mobilières, le CERVM avait déjà soulevé la question dans son rapport Himalaya (*CERVM, Which Supervisory Tools for the EU Securities Markets? An Analytical Paper by CESR, (Preliminary Progress Report, Ref. 04-333f, October 2004) p. 17. V. aussi IMF, European Union : Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation - Technical Note on European Securities and Markets Authority (IMF Country Report No. 13/69, March 2013), p. 30*). A priori, il est vrai qu'un nombre d'arguments milite en faveur d'un contrôle centralisé. Cela permettrait d'assurer une application uniforme des dispositions relatives au contrôle des prospectus. Étant donné que dans un tel cas l'autorité compétente de l'État

membre d'origine n'aurait plus à approuver les prospectus – condition à la reconnaissance mutuelle – les problèmes liés à l'absence de confiance mutuelle entre autorités compétentes n'auraient plus la même envergure. A priori, les rapports entre États membres en seraient facilités. Ceci dit, plaider en faveur d'un contrôle centralisé est mettre la charrue avant les bœufs. Cela équivaut à dire que les actions de l'AEMF dans le domaine de la directive prospectus ne sont pas suffisantes ou adéquates et que l'AEMF n'est pas en mesure de remplir les objectifs que le législateur lui a fixés. Une telle conclusion nous semble prématurée. Rappelons que le système européen de surveillance financière dont l'AEMF fait partie est basé sur le principe de la surveillance courante à l'échelon national (*considérant n° 9, règ. (UE) n° 1095/2010*). Ainsi, l'AEMF a très peu de pouvoirs de surveillance courante (v. les pouvoirs de l'AEMF en matière d'agences de notation de crédit et de référentiels centraux). En effet, le rôle de l'AEMF n'est pas d'être une autorité compétente à l'échelon européen. Elle ne dispose ni des pouvoirs, ni des ressources humaines et financières nécessaires à un tel rôle. En revanche, nous l'avons vu, l'AEMF peut contribuer d'une manière importante à préciser les procédures de contrôle du prospectus à travers des projets de normes techniques ou encore à travers des orientations ou recommandations. D'autre part, l'AEMF est en mesure d'exercer un contrôle sur les activités des autorités compétentes. Rappelons que l'AEMF est notamment chargée de réaliser des « peer reviews ». Qui plus est, elle a certains pouvoirs d'intervention qui lui permettent d'intervenir dans certaines circonstances et sous certaines conditions dans les rapports entre autorités compétentes ou dans les rapports entre autorités compétentes et acteurs du marché. En mettant en place le système européen de surveillance financière, le législateur européen a donc voulu mettre en place un système mixte : c'est-à-dire, un système dont font partie les autorités nationales ainsi que les autorités européennes de surveillance (v. *P Schammo, EU day-to-day supervision or intervention-based supervision: which way forward for the European system of financial supervision?, (2012) 32 Oxford Journal of Legal Studies 771*). Ce système permet de préserver l'expertise et l'expérience des autorités nationales. Il permet aux solutions nationales de coexister et aux autorités compétentes d'apprendre les uns des autres. Certes, du point de vue européen, permettre à différentes approches nationales de coexister risque d'avoir des conséquences néfastes sur le fonctionnement du marché intérieur. Mais en instituant les autorités européennes de surveillance, le législateur européen a précisément voulu mettre en place un système qui permet d'adresser de tels problèmes et de faire en sorte que l'intérêt européen soit pris en compte. C'est dans cette optique que les pouvoirs d'intervention de l'AEMF doivent être vus. En bref, en combinant la surveillance à l'échelon national avec un système d'intervention à l'échelon européen, le législateur européen a développé une approche nouvelle, une approche européenne. Cette approche doit pouvoir faire ses preuves. En attendant, d'autres chantiers restent à aborder comme par exemple celui du régime de la responsabilité civile des prospectus.

## BIBLIOGRAPHIE

### OUVRAGES/THESES

T. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale, Bruylant 2012 - T. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 2010 - A. Couret et H. Le Nabasque, Droit financier, Précis Dalloz, 2012 - E. Ferran and L. Chan Ho, Principles of Corporate Finance Law, Oxford University Press, 2014 - N. Moloney, EC Securities Regulation, Oxford University Press, 2008 - A. Sotiropoulou, Les obligations d'information des sociétés cotées en droit communautaire, Larcier, 2012 - P. Schammo, EU Prospectus Law – New Perspectives on Regulatory Competition in Securities Markets, Cambridge University Press, 2011 - D. Van Gerven, (ed.), Prospectus for the Public Offering of Securities in Europe, Cambridge University Press, 2008.

### ARTICLES

T. Arons, “‘All roads lead to Rome’: Beware of the consequences! The law applicable to prospectus liability claims under the Rome II Regulation” (2008) 4 *Nederlands Internationaal Privaatrecht* p. 481 - J. Capdeville, J.-P. Kovar et F. Martucci, Le système européen de surveillance financière, *Europe* n° 6, Juin 2011, étude 6 - P.-H. Conac, De CESR à l'ESMA : le Rubicon est franchi, *Bulletin Joly bourse*, nov.-déc. 2010, p. 500 - D. Gewinner and C. Uzan, La transposition de la directive « prospectus » en droit français, *Bulletin Joly bourse*, juill. 2005, p. 375 - D. Fischer-Appelt, The revised EU Prospectus Regulation: key changes to the contents of prospectuses, (2012) 6 *Law and Financial Markets Review* p. 249 - D. Fischer-Appelt, The European Securities and Markets Authority: the Beginnings of a Powerful European Securities Authority? (2011) 1 *Law and Financial Markets Review* p. 21 – C. Di Noia and M. Gargantini, Unleashing the European Securities and Markets Authority: governance and accountability after the ECJ decision on the Short Selling Regulation (Case C-270/12), (2014) 15 *European Business Organization Law Review*, p. 1 - A.-D. Merville, Les autorités européennes de supervision, *Encyclopédie Dalloz*, 2012 - N. Moloney, Resetting the location of regulatory and supervisory control over EU financial markets: lessons from five years on, (2013) 62 *International and Comparative Law Quarterly*, p. 955 - A. Pietrancosta, La révision de la directive "prospectus", *RTDF*, 2011, n° 3, p. 44 - A. Pietrancosta, **Offre au public de titres financiers et admission aux négociations sur un marché, Joly Sociétés, juill. 2013** - P. Schammo, EU day-to-day supervision or intervention-based supervision: which way forward for the European System of Financial Supervision, (2012) 32 *Oxford Journal Legal Studies*, p. 771 - P. Schammo, The European Securities and Markets Authority: lifting the veil on the allocation of powers, (2011) 48 *Common Market Law Review*, p. 1879 - P. Schammo, The prospectus approval system, (2006) 7 *European Business Organization Law Review*, p. 501 - M.-E. Sébire, Directive Prospectus : l'impact des nouvelles dispositions, *Bulletin Joly Bourse*, Nov. 2012, p. 506 - K. Sergakis, L'ESMA consulte sur le régime du prospectus suite à la demande d'avis

technique de la part de la Commission européenne, Bulletin Joly Bourse, Juin 2011, p. 365 - A. Tenenbaum, L'enchevêtrement des compétences européennes et nationales - Morceaux choisis tirés des directives Prospectus et Transparence, Cahiers de droit de l'entreprise n° 6, Novembre 2012 - S. Torck, La directive prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier, Droit des sociétés n° 1, Janvier 2013 - R. Vabres, Les compétences de la Commission et de l'Autorité européenne des marchés financiers dans l'élaboration de la législation financière européenne, Revue de Droit bancaire et financier, Mai 2012 - **R. Vabres et A. Thil, Sur l'Autorité compétente en matière de prospectus – Autorités des Marchés Financiers – Attributions, moyens d'action, contrôle juridictionnel, JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse, Fasc. 1512, Avril 2014** – J. Stamenkova van Rump, Integrating CSR Principles in Capital Markets through the Prospectus Directive, (2012) 9 European Company Law, p. 81.