

# TRANSPPOSITION DE LA DIRECTIVE PROSPECTUS VERS UN ALLÈGÈMENT DU RÉGIME DE L'APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE



**Christophe  
Jacomin**

avocat, associé  
Lefèvre Pelletier  
& Associés

La transposition de la directive Prospectus apporte des assouplissements aux conditions d'émission et d'admission à la négociation des instruments financiers en droit français. Elle institue également un véritable passeport pour tout prospectus visé dans l'un quelconque des États membres.

L'adoption et la transposition de la directive Prospectus (directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003) dans le droit des États membres de l'Espace économique européen constitue l'un des objectifs du plan d'action pour les services financiers, initié par la Commission européenne en 1999. En ce domaine comme dans d'autres en effet, l'aboutissement du processus d'harmonisation conditionne la reconnaissance mutuelle et donc l'instauration d'un véritable passeport européen donnant au marché unique une dimension concrète. La directive Prospectus, ainsi que les mesures d'application de ce texte adoptées à l'échelon européen (le

règlement n° 809/2004 du 29 avril 2004) et les recommandations du CESR [1] publiées le 10 février 2005, ont pour vocation de contribuer à l'élaboration d'un véritable marché financier commun, en permettant à l'ensemble des émetteurs ou opérateurs établis dans l'Espace économique européen de bénéficier de conditions uniformes d'appel public à l'épargne (APE) dans chacun des États membres, sur la base notamment d'exigences d'information harmonisées.

## LE PROCESSUS DE TRANSPPOSITION

En France, le processus de transposition de la directive Prospectus a été mis en œuvre à un double échelon : ■ législatif, avec l'adoption de la loi Breton (loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 "pour la confiance et la modernisation de l'économie") ; ■ réglementaire, avec la modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, homologué par arrêté en date du 1<sup>er</sup> septembre 2005.

Le nouveau dispositif apporte un certain nombre d'aménagements aux conditions d'émission et d'admission à la négociation des instruments financiers en droit français. Sans pouvoir prétendre ici à l'exhaustivité, on cherchera à mettre en relief

les principales modifications touchant au régime de l'appel public à l'épargne, tant dans la définition de son champ d'application que dans ses modalités de contrôle par le régulateur français.

## LA DÉFINITION DU CHAMP DE L'APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE

On distinguera, au titre du droit français, les modifications affectant la définition même de l'APE, de celles touchant à l'obligation de publier un prospectus. À cet égard, il convient de relever que la directive ne distingue plus, s'agissant des informations à inclure dans le prospectus, entre les opérations d'admission sur un marché réglementé et les offres au public d'instruments financiers, ce qui met un terme à l'existence du prospectus simplifié en droit français.

Le nouvel article L. 411-2 du Code monétaire et financier (complété par l'article 211-2 du règlement général modifié de l'AMF), exclut purement et simplement du périmètre de l'APE un certain nombre d'opérations ou d'instruments. Il s'agit notamment des instruments financiers représentant des parts d'OPCVM autres que fermés ou émis ou garantis par

certaines personnes publiques (États, BCE, banques centrales nationales, etc.) exclus du champ d'application de la directive Prospectus et qui étaient auparavant, en droit français, seulement dispensées de l'obligation de publication d'un prospectus (encadré 1) ; de même sont exclues différentes exceptions tenant au faible volume des émissions ou à la valeur nominale élevée des instruments financiers, ou encore à un montant minimum élevé d'investissement. Jusqu'ici, les dérogations tenant au volume des émissions ou au montant minimum de l'investissement entraînaient seulement (sur la base de seuils différents) une dispense de publication du prospectus.

« Certaines distorsions pourront éventuellement subsister entre les États membres, comme celles tenant à la définition des investisseurs qualifiés, susceptible d'être plus ou moins étendue en fonction des positions des régulateurs nationaux. »

Enfin, comme auparavant en droit français, les offres s'adressant à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs, demeurent exclues du périmètre de l'APE [2] (article L. 411-2 du CMF). Toutefois, la définition du cercle restreint d'investisseurs ne fait plus référence à l'existence de relations personnelles entre les investisseurs faisant partie dudit cercle restreint et se limite purement et simplement à un nombre de cent personnes (autres que qualifiées). En outre, la définition d'investisseurs qualifiés devra prochainement être modifiée par décret afin de s'aligner sur celle de la directive Prospectus, laquelle prévoit que la notion puisse être étendue, à l'initiative de l'État membre (encadré 2). Les articles du règlement général modifié de l'AMF qui transposent les dispositions de la directive Prospectus, admettent un certain nombre de dérogations à l'obligation de publication d'un prospectus à l'occasion d'une offre faite au public. Certains cas concernent à la fois l'offre et l'admission, alors que d'autres touchent plus spécialement à l'admission (encadré 3).

La plupart de ces dérogations étaient déjà prévues par le règlement général de l'AMF, parfois de façon plus large que ce qu'autorise désormais la directive Prospectus [3].

#### LES AMÉNAGEMENTS DU CONTRÔLE DE L'AMF

L'article L. 621-8 nouveau du CMF, issu de la loi Breton, pose les principes permettant de déterminer l'autorité compétente pour viser le prospectus, en fonction de critères

## PÉRIMÈTRE

### OPÉRATIONS EXCLUES DU CHAMP DE L'APE

**L'admission aux négociations sur un marché réglementé, l'émission ou la cession :**

- d'instruments financiers inconditionnellement et irrévocablement garantis ou émis par un État membre de l'Espace économique européen ;
- d'instruments financiers émis par la Banque centrale européenne ou la banque centrale d'un État membre de l'Espace économique européen ;
- d'instruments financiers émis par un organisme international à caractère public dont la France fait partie ;
- de parts d'OPCVM.

**Lorsqu'elles sont effectuées par des sociétés anonymes ou par des sociétés en commandite par actions, l'émission ou la cession :**

- d'instruments financiers pour un montant total inférieur à 100 000 euros ;
- d'instruments financiers dont le montant total est compris entre 100 000 euros et 2 500 000 euros et ne représentant pas plus de 50 % du capital de l'émetteur ;
- d'instruments financiers ne pouvant être acquis que pour un montant supérieur à 50 000 euros par investisseur et par opération ;
- d'instruments financiers dont la valeur nominale unitaire est supérieure à 50 000 euros ;
- d'instruments financiers aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
- d'instruments financiers à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs.

qui tiennent à la nature des instruments financiers objet de l'opération, la localisation du siège statutaire de l'émetteur et la localisation de l'opération. Ces critères sont précisés par le règlement général modifié, en ce qui concerne plus précisément l'AMF dont la compétence est reconnue lorsque l'émetteur a son siège en France ou lorsque l'opération est réalisée en France, sous certaines conditions, voire dans certains cas spécifiques lorsque l'émetteur a son siège hors de l'Espace économique européen. Dans tous les cas où l'AMF est compétente, elle délivre son visa au vu d'un certain nombre de conditions que la directive Prospectus a en partie modifiées, et dispose de certaines prérogatives. En revanche,

lorsque le prospectus a été dûment établi dans un autre État membre, les effets désormais étendus de la reconnaissance mutuelle limitent considérablement les pouvoirs de l'autorité de contrôle française.

#### VISA DE L'AMF ET DES PRÉROGATIVES SE RATTACHANT À SA DÉLIVRANCE

Il ne s'agit pas ici d'aborder le contenu et le format du prospectus, précisé pour chaque catégorie d'instrument financier, par le règlement et qui ne fait l'objet d'aucune mesure de transposition en droit français [4]. Simplement doit-on relever que les dispositions prévues par la directive Prospectus et introduites en droit français, aménagent certaines

“ Une opération peut être suspendue pour un délai maximum de dix jours lorsque l'AMF a des motifs raisonnables de penser qu'elle est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. ”

des conditions d'obtention du visa par l'AMF, essentiellement quant à la langue dans laquelle doit être rédigé le prospectus [5], l'obligation d'inclure un résumé [6], ou encore la possibilité d'incorporer des documents par référence qui est étendue, etc.

Le droit d'opposition de l'AMF à l'admission d'un instrument financier est maintenu dans ses dispositions actuelles [7]. Il est désormais complété par le droit de suspension et d'interdiction (articles L. 621-8-1 II du CMF et l'article 214-1 du règlement général modifié) : ainsi une opération peut être suspendue pour un délai maximum de dix jours lorsque l'AMF a des motifs raisonnables de penser qu'elle est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables, voire interdite sur les mêmes fondements et a fortiori lorsque la contrariété est effectivement constatée.

#### PROSPECTUS VISÉ DANS UN AUTRE ÉTAT MEMBRE

Les articles 212-40 et suivants du règlement général modifié mettent en œuvre les principes de la directive Prospectus qui tirent pleinement les conséquences de la reconnaissance mutuelle en matière d'appel public à l'épargne et instituent un véritable passeport pour tout prospectus visé dans l'un quelconque des États membres. Sera désormais valable en France le prospectus approuvé par l'autorité de contrôle compétente

## DÉFINITION

### LA NOTION D'INVESTISSEURS QUALIFIÉS

La directive Prospectus prévoit que la notion d'investisseurs qualifiés peut être étendue, à l'initiative de l'État membre :

**d'une part à des personnes physiques qui en auraient fait la demande et qui rempliraient par ailleurs deux des trois critères suivants :**

- avoir effectué sur le marché des valeurs mobilières des opérations d'une taille significative à raison d'au moins dix par trimestre en moyenne sur les quatre trimestres précédents ;
- avoir un portefeuille de valeurs mobilières dont le montant dépasse les 500 000 euros ;
- travailler ou avoir travaillé dans le secteur financier pendant au moins un an, dans une position professionnelle exigeant une connaissance du placement en valeurs mobilières ;

**D'autre part aux PME en ayant fait la demande, les PME étant définies en droit communautaire comme présentant au moins deux des trois caractéristiques suivantes \* :**

- un nombre de salariés inférieur à 250 personnes sur l'ensemble de l'exercice ;
- un total de bilan ne dépassant pas 43 millions d'euros (à comparer avec un montant minimum de 150 millions euros actuellement prévu par l'article D. 411-1 du CMF) ;
- un chiffre d'affaires net annuel ne dépassant pas 50 millions euros.

\* Le principe et les modalités d'inclusion en droit français des PME dans le champ des investisseurs qualifiés ne sont pas encore acquis au moment où cet article est rédigé, la question étant actuellement examinée par le ministère de l'Économie et des Finances, dans le cadre de la révision de la partie réglementaire du CMF.

## EXCEPTIONS

### Opérations dispensées de la publication d'un prospectus

**En cas d'admission à la négociation sur un marché réglementé, la cession ou l'émission :**

- d'actions émises en substitution d'actions déjà émises, si l'émission des nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital;
- d'instruments financiers offerts dans le cadre d'une offre publique d'échange ou à l'occasion d'une opération de fusion ou d'apport partiel d'actif, si un document, soumis au contrôle de l'AMF, contenant des informations équivalentes à celle du prospectus est disponible;
- d'actions attribuées gratuitement aux actionnaires et

dividendes payés sous forme d'actions, si un document sur le nombre et la nature des actions, les raisons et les modalités de l'offre est disponible pour les intéressés;

- d'instruments financiers offerts aux administrateurs ou aux salariés par leur employeur dont les actions sont déjà admises sur un marché réglementé, si un document sur le nombre et la nature des actions, les raisons et les modalités de l'offre est disponible pour les intéressés.

**En cas d'admission à la négociation sur un marché réglementé :**

- d'actions
- représentant, sur une

période de douze mois, moins de 10 % du nombre d'actions de même catégorie déjà admises sur le même marché réglementé;

- d'actions résultant de la conversion ou de l'échange d'autres instruments financiers ou de l'exercice de droits conférés par d'autres instruments financiers;
- d'instruments financiers déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé depuis plus de dix-huit mois lorsque :
  - l'admission a donné lieu à la diffusion d'un prospectus,
  - l'émetteur a satisfait à ses obligations d'information, et
  - l'émetteur a établi un résumé en français.

d'un autre État membre, sans visa complémentaire de l'AMF, la seule formalité requise étant la notification par cette autorité du certificat d'approbation délivré à la demande de l'émetteur, ainsi que d'une copie du prospectus. En conséquence, l'ensemble des dispositions prévues par le règlement général ancien, tenant aux conditions d'approbation des prospectus approuvés par une autorité de contrôle d'un autre État membre, sont désormais abrogées. En sa qualité d'autorité de contrôle de l'État membre d'accueil, l'AMF disposera des prérogatives limitées suivantes :

- s'assurer que le prospectus est rédigé en français ou en anglais selon les cas et que le résumé est alors traduit en français;
- attirer le cas échéant, l'attention de l'autorité compétente de l'État membre d'origine sur la nécessité de nouvelles informations, lui signaler des irrégularités et prendre des mesures conservatoires.

Inversement, le visa apposé par l'AMF pour une opération est évidemment valable dans des conditions symétriques sur le territoire d'un autre État membre de l'Espace économique européen.

### DES DISTORSIONS SUBSISTENT

Il faut ainsi bien constater que les obligations découlant en droit français de l'appel public à l'épargne et de l'admission aux marchés régle-

mentés, si elles sont déjà en grande partie conformes aux principes posés par la directive Prospectus, n'en font pas moins l'objet de certains aménagements pour les émetteurs, qui vont en règle générale dans le sens d'une plus grande souplesse. Quant à l'institution d'un véritable passeport européen en matière de prospectus, dont on ne peut que se

féliciter, on relèvera que certaines distorsions pourront éventuellement subsister entre les États membres, comme celles tenant à la définition des investisseurs qualifiés, susceptible d'être plus ou moins étendue en fonction des positions des régulateurs nationaux. ■

[1] Committee of European Securities Regulators ou Comité européen des valeurs mobilières (CEVM).

[2] Ces offres sont plus précisément dispensées de l'obligation de publication d'un prospectus par l'article 3.2 de la directive Prospectus.

[3] Ainsi, la dispense actuelle correspondant à la souscription ou l'acquisition d'instruments financiers conditionnant le bénéfice de services rendus par des organismes de caractère mutualiste ou coopératif ne pourra être conservée, de même que celle touchant de façon générale aux titres en capital émis en substitution d'actions ou attribués lors du

paiement de dividendes, alors que la directive Prospectus ne vise que les actions.

[4] Et par les recommandations précitées du CESR dont l'AMF a annoncé qu'elle tiendrait compte pour l'interprétation des dispositions du règlement.

[5] En français, lorsque l'offre a lieu en France, éventuellement dans une autre langue usuelle lorsque l'admission est requise en France sous réserve d'une traduction du résumé en français ou encore lorsque l'opération n'a pas lieu en France (sans que cette fois la traduction du résumé soit requise).

[6] Valable dans le cas général, conformément à l'article 212-8 du règlement général modifié, alors que jusqu'ici ce document n'était requis en droit français que dans le cas où le prospectus a été rédigé dans une langue usuelle (en matière financière) autre que le français (article 211-20 du règlement général ancien).

[7] Articles 214-3 à 5 du règlement général modifié, reprenant les articles 213-1 à 3 du règlement général ancien, correspondant à des risques excessifs pour les investisseurs et à des lacunes graves des états financiers examinés.