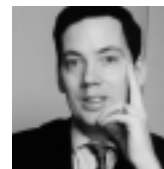


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

II Actualités réglementaires

Directive prospectus émetteur. Présentation générale

Cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », *Litec*, 3^e éd. 2001, n° 450.

1. Parmi les textes clés du plan d'action des services financiers (PASF) ¹ de la Commission européenne figure la mise en place d'une directive nouvelle permettant aux émetteurs ² de bénéficier, lors de l'émission ou de l'introduction en bourse de leurs titres, d'un véritable « passeport » à l'image de celui des établissements de crédit et les entreprises d'investissement en matière de services bancaires et de services d'investissement ³. Ce passeport prend la forme d'un prospectus unique dont le contenu et la présentation, tout comme les méthodes utilisées et les délais nécessaires pour son contrôle sont dorénavant harmonisés afin de garantir un degré uniforme de protection aux investisseurs de toute l'Union européenne. Cette réforme vient ainsi mettre fin à la situation qui prévalait jusqu'à présent, laquelle se caractérisait par une grande diversité des pratiques d'un État membre à un autre – malgré deux directives en la matière ⁴ –, diversité qui conduisait à une fragmentation et atomisation du marché ⁵. Devant la difficulté de la tâche à accomplir, le Fesco avait entamé des réflexions sans attendre le début des travaux par la Commission : il avait organisé en mai 2000 une consultation publique ⁶, qui avait donné lieu à la publication d'un document appelant à une révision urgente de la réglementation existante ⁷. Voilà qui est fait par la « Directive prospectus ». Sans entrer dans le détail d'un texte assez technique, contentons-nous d'en présenter brièvement les principaux points saillants, puis d'en effectuer un rapide commen-

taire.

L'objectif de la directive est de faciliter l'accès au marché européen des capitaux des sociétés qui lèvent des fonds, en abaissant les coûts réglementaires de cet accès et en favorisant les offres multinationales. Le texte harmonise ainsi les exigences relatives à l'établissement, au contrôle et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de leur admission à la négociation. L'objectif affiché de la directive est ainsi de parvenir à une harmonisation maximale (ce qui est à relever à l'heure où la Commission semble hésiter à appliquer ce principe dans d'autres textes, notamment en matière de crédit à la consommation). Les États membres d'accueil d'une offre publique de titres auprès de leurs épargnants se voient désormais dépourvus de la possibilité d'exiger d'inclure des informations supplémentaires dans le prospectus (notamment en ce qui concerne le régime fiscal de l'opération). Cette harmonisation prend la forme d'un prospectus unique approuvé par une autorité compétente, ce qui permet aux émetteurs, grâce au principe de reconnaissance mutuelle, de procéder à des opérations d'appel public à l'épargne dans d'autres États membres de l'EEE sans autre formalité.

2. Le prospectus est défini comme un document contenant toutes les informations nécessaires pour permettre aux investisseurs et à leurs conseillers en placement d'évaluer en connaissance de cause l'actif, le passif, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur, ainsi que les droits attachés aux valeurs mobilières. Il peut être composé d'un ou plusieurs documents selon les situations. Dans tous les cas de figure, un résumé de la documentation est nécessaire, sauf, comme on le verra plus loin, pour les placements privés. Pour les établissements de crédit qui émettent de manière continue et répétée des

1 Com (1999) 232 final.

2 L'élaboration de la directive est liée au contexte économique du moment : le 4^e considérant continue de mentionner les start-up comme les bénéficiaires de ce nouveau texte.

3 Projet de directive concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de l'admission de valeurs mobilières à la négociation : Com (2001) 280, JOCE du 28 août 2001, p. 272.

4 Directive 80/390/CEE du conseil du 17 mars 1980 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 (JOCE L 100 du 17 avril 1980, p. 1) et la directive 89/298/CEE du conseil du 17 avril 1989, portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières (JOCE L 124 du 5 mai 1989, p. 8).

titres (certificats de dépôts, BMTN, MTN, Notes...), il est prévu un système de document de base accompagné de suppléments. Un système analogue est mis en place pour les émetteurs poursuivant des programmes d'émission réguliers (sous forme de MTN notamment). Un nouveau format du prospectus est défini, celui-ci étant composé de trois volets distincts: le « document d'enregistrement » (l'équivalent de notre document de référence) contenant les informations sur l'émetteur, la « note relative aux titres émis » (correspondant à notre note d'opération) comprenant les caractéristiques des instruments financiers émis, et le « résumé » qui constitue un récapitulatif des informations contenues dans les deux précédents documents. Tout comme en droit français, le principe de l'incorporation par référence est autorisé. On sait que ce mécanisme permet d'intégrer les informations nouvelles d'un prospectus par simple renvoi à un autre document précédemment déposé et approuvé auprès de l'autorité compétente. Au total, ce système, très proche du régime français, permet une procédure accélérée pour les nouvelles émissions, l'émetteur devant alors seulement fournir les éléments concernant les titres émis ou admis aux négociations ainsi que la mise à jour éventuelle des informations figurant dans le document d'enregistrement, l'autorité compétente n'ayant alors qu'à approuver que la note relative aux titres émis.

La notion d'offre au public est harmonisée, supprimant toute disparité dans le traitement réservé aux investisseurs, afin d'éviter qu'une même opération puisse être considérée comme un placement public dans certains États membres et privé dans d'autres. Une notion commune de l'offre au public entraîne normalement une harmonisation de la notion de placement privé. L'offre au public est ainsi définie comme 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, propre à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières. Cette définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers. Le moins que l'on puisse dire, c'est que cette définition n'est pas d'une grande clarté. L'admission aux négociations sur un marché réglementé est traitée à part mais constitue, tout comme l'offre au public, l'une des obligations de publier un prospectus. Cette définition de l'offre au public est assortie d'un régime d'exemptions assez large. Ne sont pas considérées comme une offre au public, celle adressée à des investisseurs qualifiés, à moins de 150 personnes physiques ou morales par État membre, exception faite des investisseurs qualifiés, ou celle dont le montant total est inférieur à 2,5 millions d'euros, ou l'offre qui s'adresse à des investisseurs qui acquièrent les titres pour un prix total d'au moins 50 000 € par personne et par offre, et enfin celle

5 Cf. « Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus [...] »: Com (2002) 460 final, JOCE du 28 janvier 2003, p. 122.

6 Fesco, « A European Passport for Issuers »: Fesco/99-098e, 10 mai 2000.

7 CESR, « Consultation on possible implementing measure of the proposed prospectus directive »: CESR/02-185b, 16 octobre 2002.

d'un montant de valeur nominale minimal. Différence avec le droit français, le droit communautaire ne connaît pas la notion de cercle restreint d'investisseurs. Il est expressément indiqué que toute revente ultérieure de titres négociés dans le cadre d'un placement privé est considérée comme une offre distincte et qu'il convient donc d'apprécier si celle-ci constitue ou non une offre au public. Le texte prévoit de nombreuses dérogations à l'obligation de publier un prospectus qui, pour l'essentiel, existent déjà presque toutes en droit français, sous une forme ou sous une autre.

La notion d'investisseurs qualifiés est définie comme englobant les entreprises régulées (établissements de crédit, entreprises d'investissement, OPCVM, fonds de pension, sociétés d'assurance, caisses de retraite...), les gouvernements nationaux (ce qui est nouveau par rapport au droit positif français qui exclut de l'APE les offres effectuées par les États), banques centrales et autres institutions internationales (FMI, Banque mondiale, BERD, BEI...), les personnes physiques qui en ont fait la demande (là encore, il s'agit d'une nouveauté par rapport au droit français), et enfin, malgré l'opposition de certaines associations d'entreprises industrielles et commerciales, les sociétés autres que les PME⁸.

Afin de faciliter les offres transnationales, la directive prévoit un régime linguistique ad hoc aux termes duquel les autorités compétentes des États membres d'accueil de l'offre ne peuvent plus exiger qu'une traduction du seul résumé, le prospectus pouvant pour sa part être rédigé, selon la formule consacrée, « dans une langue usuelle dans le secteur financier ». Le débat sur le régime linguistique du prospectus est ainsi clos⁹, l'anglais étant consacré comme la seule langue de travail en matière financière (comme dans d'autres activités, par exemple en matière de défense nationale), même si le recours à une langue unique n'est pas dans la tradition de « l'unité dans la diversité » pour reprendre la toute nouvelle devise de l'Union européenne adoptée lors de la Convention.

Le texte offre la possibilité pour les régulateurs nationaux compétents de déléguer à des entités privées (associations ou entreprises) une partie de leurs attributions dans la conduite du processus d'approbation du prospectus. Selon l'exposé des motifs de la directive, il s'agit d'une simple « délégation de moyens et non de responsabilité [...] sous réserve de la mise en place d'une organisation absente de tout conflit d'intérêt et n'entravant pas la concurrence entre marchés boursiers »¹⁰. En pratique, il s'agit de permettre à certaines entreprises de marché de bénéficier de cette délégation. Les nombreuses discussions en France sur la possibilité pour Euronext de bénéficier d'une délégation de compétence réglementaire ne semblent pas, au niveau communautaire, avoir rencontré la même réticence.

Une fois la directive approuvée, et conformément au

8 Par PME, la directive entend les sociétés dont les comptes annuels et consolidés présentent au mois deux des trois caractéristiques suivantes: nombre d'employés inférieur à 250, total de bilan inférieur à 43 millions d'euros, chiffre d'affaires net inférieur à 50 millions d'euros.

9 « Pour un plaidoyer (courageux) du maintien du français », cf. L. Ruet, Commentaire de l'art. 14 du projet de loi dite Murcef: Bull. Joly Bourse juill.-août 2001, p. 339, spéc. p. 344 et s.

10 « Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus [...] »: Com (2002) 460 final, JOCE du 28 janvier 2003, p. 122, spéc. p. 124.

processus Lamfalussy, il conviendra à la Commission d'arrêter et mettre en œuvre, dans le cadre de la procédure comitologique, les mesures d'exécution. C'est dans ce cadre que le CESR, dont la méthode de travail sur ce dossier a fait l'objet de vives critiques ¹¹ compte tenu du faible délai laissé aux professionnels pour réagir ¹², prévoit que soient précisés le format du prospectus (contenu précis des informations dans les trois volets du prospectus), les schémas de prospectus pour les produits dérivés, les fonds fermés, les notes d'opérations pour les obligations *wholesale*, et les modalités de publication de l'information annuelle.

3. Le point le plus controversé de ce texte réside dans la possibilité laissée à l'émetteur de pouvoir choisir, sous certaines réserves, son régulateur pour faire approuver son prospectus. Selon le compromis négocié entre la Commission et le Parlement, les émetteurs de titres de créances de plus de 1 000 € de valeur nominale ¹³, ou l'équivalent dans une autre devise, pourront choisir le régulateur auprès de qui ces documents seront enregistrés, le choix se portant sur le régulateur du siège social, celui du lieu de l'offre ou celui du lieu de cotation du titre. En pratique, ces titres étant « listés » ¹⁴ le plus souvent à Luxembourg, c'est vers ce régulateur qu'iront les émetteurs de ce type de titres. Pour comprendre cette disposition, il faut la replacer dans le contexte de la directive. Parmi les objectifs assignés à cette dernière, figure un meilleur fonctionnement des marchés de gros afin de ne pas (plus) les exclure du champ communautaire comme c'était le cas avec les directives anciennes. Il est ainsi prévu un régime spécifique pour les titres plus particulièrement destinés à être négociés entre professionnels, tout en bénéficiant du régime communautaire du passeport européen. En pratique, c'est l'énorme marché euro-obligataire qui entre dans le champ de la directive, marché qui, jusqu'alors, échappait à toute réglementation communautaire et dont les principaux acteurs voyaient d'un assez mauvais œil l'application d'un régime strict du prospectus. C'est ainsi qu'il a été prévu la mise en place d'un régime particulier pour les opérations entre professionnels, régime fondé sur l'absence de nécessité de présenter un prospectus en cas d'offre sous forme d'un placement privé à des investisseurs qualifiés, mais aussi sur la non-application des règles prévues en matière de publicité pour ce type d'offre, et sur l'adaptation du contenu du prospectus (en pratique, très peu d'éléments doivent y figurer) avec notamment l'absence d'obligation de résumé (dont on rappelle que lui seul doit faire l'objet d'une traduction). De plus, et à la demande de certains professionnels, il convenait de s'affranchir de la règle traditionnelle de la compétence du régulateur du siège social

de l'émetteur, la raison en étant que ces offres n'étant destinées qu'à des professionnels, il est préférable de laisser la compétence à la seule autorité du pays où ces titres sont « cotés » (le Luxembourg en pratique). Le problème résidait dans la détermination du critère permettant de discriminer entre marché de détail et marché de gros. Le choix s'est porté sur le montant de la valeur nominale des titres offerts. Ainsi, pour les émetteurs de titres de créances d'un montant de valeur nominale minimum, la directive permet à l'émetteur de choisir le régulateur compétent. C'est ainsi, selon l'exposé des motifs du texte, qu'un « critère objectif fondé sur une valeur nominale élevée des titres destinés à être négociés a été introduit pour créer une distinction efficace entre marchés pour professionnels et tout public. Ainsi, le régime plus souple envisagé [pour le marché de gros] ne peut s'appliquer au détriment des investisseurs de détail ¹⁶ ». L'on voit que pour la Commission il s'agit de déterminer un seuil élevé, d'abord fixé à 100 000 €, ensuite 50 000, puis 5 000 pour terminer à 1 000 € ! La protection du public a été revue à la baisse ! La Cob ne s'y est d'ailleurs pas trompée lorsqu'elle a souligné les dangers liés à l'abaissement de ce seuil : « il existe un risque, en cas d'abaissement de ce seuil comme le proposent certains membres du Conseil, d'y englober des produits distribués en fait au public » ¹⁶. C'est maintenant chose faite, au grand soulagement de certains, même s'il n'est pas sûr que l'investisseur en sorte gagnant.

4. Au-delà de cet aspect, cette disposition appelle deux observations, l'une méthodologique, l'autre de principe. La première a trait à la méthode même d'adoption de ce texte : si certains doutaient encore du pouvoir des lobbies dans l'élaboration des textes communautaires, les conditions dans lesquelles ce texte a été adopté en fournissent une illustration frappante. Ainsi, la place de Londres, inquiète des répercussions de ce projet sur son marché des euro-émissions a su, non seulement parler d'une seule voix (tant par ses régulateurs, que par ses associations professionnelles propres ou par les associations internationales de professionnels des marchés financiers), contrairement à la relative indifférence de la place de Paris sur ce sujet (à l'exception notable de l'AFEI ¹⁷), mais influencer fortement sur la rédaction du projet de directive en contestant sans relâche le montant de la valeur nominale. À ce titre, ce texte constitue une leçon pour l'avenir : dès lors qu'il est admis une exception à un principe, tout le travail des opposants à ce principe va consister à élargir les exceptions. C'est dans ces conditions que l'on a pu passer d'un seuil de 100 000 à 1 000 €. Si l'on pouvait formuler un conseil à la place de Paris, on pourrait lui recommander, pour les projets européens l'intéressant, de déterminer

11 Cf. en ce sens le communiqué de presse de la quasi-intégralité des associations professionnelles financières en Europe en date du 31 juillet 2002 qui s'inquiètent du manque de transparence dans l'élaboration des travaux du CESR.

12 Ainsi, pour une consultation publique ouverte le 12 juin 2003, les professionnels peuvent apporter leurs contributions jusqu'au 1^{er} août 2003, soit moins d'un mois (en pleine période estivale) pour analyser un document de plus de 80 pages et proposer des commentaires pertinents !

13 Le Rapporteur devant le Parlement a tenté de proposer un amendement qui visait à instaurer le libre choix de l'autorité compétente, et ce tant pour les titres de capital que pour les valeurs autres que les titres de capital : voir la recommandation pour la deuxième lecture du 13 juin 2003 du Rapporteur : (5390/4/2003 - C5-0143/2003 - 2001/0117 (COD)), A5-0218/2003.

14 Cet anglicisme né de la pratique permet de distinguer la cotation d'un titre sur une bourse de son simple « listage » : dans le premier cas, le titre fait l'objet d'échanges dans le cadre de la confrontation d'une offre et d'une demande, dans le second, il n'y a (presque) pas d'échanges sur le titre. Dans les deux cas, il y a juridiquement négociation sur un marché réglementé.

15 Cf. « Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus [...] » : Com (2002) 460 final, JOCE du 28 janvier 2003, p. 122, spec. p. 124.

16 Rapport Cob 2002, p. 238.

17 Cf. par exemple les observations de l'AFEI, « Proposition de directive prospectus : point d'avancement » : AFEI/03-10, du 24 février 2003, consultable sur le site de l'association : <http://www.afei.com>

avec précision les points essentiels sur lesquels il convient d'adopter la plus grande fermeté et la cohésion la plus totale.

La deuxième observation est d'ordre plus général. Le choix par l'émetteur de son régulateur ne constitue-t-il pas une remise en cause explicite du principe de reconnaissance mutuelle? On sait que, selon ce principe, chaque régulateur considère que le niveau de régulation et la qualité du travail fourni par un autre régulateur européen sont équivalents au sien et qu'il peut dès lors admettre sur son marché (bancaire ou financier) les établissements ou services régulés par le régulateur du pays d'origine du prestataire. Mais alors, pourquoi prôner un libre choix du régulateur par les émetteurs? La régulation des marchés financiers peut-elle faire l'objet d'une concurrence entre régulateurs? La question – aussi incongrue puisse-t-elle sembler – a été posée en ces termes, les tenants du « libéralisme » estimant qu'il est sain pour les régulateurs de « sentir » une pression concurrentielle entre eux afin d'améliorer leur réactivité et leur productivité, afin de diminuer les pesanteurs bureaucratiques et le protectionnisme des autorités nationales¹⁸. Telle est d'ailleurs ouvertement la justification apportée par le rapporteur du projet de directive Prospectus devant le Parlement européen pour qui, « la directive ne devrait pas porter atteinte à la pratique actuelle du marché, selon laquelle l'émetteur est libre de choisir l'autorité compétente s'il existe un lien avec l'émission en cause, et ce pour différentes raisons. En premier lieu, cette liberté garantit que les autorités compétentes rivaliseront pour offrir un service valable aux émetteurs¹⁹; la responsabilité réglementaire des autorités compétentes consiste à réglementer les institutions financières et non les émetteurs. En deuxième lieu, les émetteurs pourront ainsi continuer à solliciter l'autorisation de prospectus auprès d'autorités compétentes ayant acquis un savoir-faire particulier pour certaines valeurs mobilières complexes²⁰. En troisième lieu, il en résultera un allègement de la charge sur les ressources que devraient mobiliser les autorités compétentes n'ayant pas une expérience suffisante de l'autorisation de prospectus pour certains types de valeurs mobilières. Enfin, il sera ainsi possible d'éviter un exode des sociétés vers des pays offrant un meilleur service aux émetteurs. Autoriser un certain degré de choix, voilà qui ne conduira pas à un "arbitrage réglementaire", mais qui encouragera un renforcement de la coopération entre les autorités, ce qui est également souhaitable en tant que premier pas vers une unification de la réglementation financière européenne »²¹. Le plus curieux dans ce débat est que personne n'a, semble-t-il, récriminé. Le vers était sans doute déjà dans le fruit. Une fois le principe de concurrence admis, il ne s'agissait plus que d'abaisser le seuil au-delà duquel le choix du régulateur était possible.

18 Cf. en ce sens, la position de la Fédération bancaire européenne, « *What's to become of the prospectus directive?* » : FBE News, juin 2003, p. 3. Pour un exposé plus complet des « avantages » que l'Union européenne peut retirer d'un libre choix du régulateur, cf. le courrier que l'IPMA a envoyé le 30 mai 2002 à la Commission européenne dans lequel cette association, après avoir détaillé trois raisons principales justifiant du choix du régulateur, conclue que « *the only system that will work efficiently in the wholesale markets is one that allows the freely chosen listing authority discretion as to the application of the principles set out in the directive.* »

19 Souligné par nos soins.

20 Idem.

21 Christopher Huhne, Rapport du Parlement sur la proposition de direc-

Mais peut-on sérieusement croire aux vertus d'une concurrence entre régulateurs? La sécurité des marchés financiers et la protection de l'épargne peuvent-elles faire l'objet d'une compétition? On peut douter de la cohérence de l'argument avec l'objectif de la Commission de renforcer la confiance des investisseurs²². Ne faut-il pas chercher ailleurs les raisons de ce « libéralisme » réglementaire? N'est-ce pas plutôt pour préserver la compétitivité de certaines places financières, plus précisément celle de Londres²³, dont le rôle en matière d'euro-bonds est aujourd'hui prédominant, ce qui ne serait – nouveau paradoxe, mais ce n'est pas le premier – qu'une réponse protectionniste de la part des hérauts du libéralisme! ■

tive 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 - C5-0263/2001 - 2001/0117 (COD)), 27 février 2002, final, A5-0072/2002.

22 La confiance est souvent mentionnée dans l'exposé des motifs et les considérants : « Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus : Com (2002) 460 final, JOCE du 28 janvier 2003, p. 122, spec. p. 125 ; cf. aussi le 33^e considérant, alinéa 1^{er}.

23 L'avantage tiré par la place de Londres avec ce texte est largement reconnu : cf. par exemple, la dépêche de l'Agence Europe du 2 juillet 2003, pour qui ce texte « constitue une victoire certaine pour la City de Londres » ; voir aussi, « *Amended Prospectus rules could benefit debt issuers* » : European Financial Services Regulation, juin 2003, p. 1.