

Loi du 3 juillet 2012: Changements au régime prospectus existant ou nouveau régime?

Isabelle Lux

avocat à la Cour, NautaDutilh Avocats Luxembourg

Sophie Rezki

avocat, NautaDutilh Avocats Luxembourg

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	11
1. Le contexte européen	11
2. La Loi Prospectus et l'énumération des principaux changements	12
3. Analyse détaillée des modifications	13
3.1. Définitions nouvelles	13
3.2. Les investisseurs qualifiés – harmonisation des définitions	14
3.3. Révision des exemptions de publier un prospectus en cas d'offre	15
3.4. L'offre garantie par un Etat membre	16
3.5. Les documents relatifs à l'offre suite aux modifications apportées par la Loi	16
3.6. Responsabilité liée au prospectus	16
3.7. Précisions quant au droit de retrait	17
3.8. Abolition du document annuel à produire en vertu de la Loi Prospectus	17
4. Le régime de transition	17
Conclusion	18

mation sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (la **Loi Transparence**)⁵,

le «régime prospectus» a subi certaines modifications applicables dès juillet 2012.

La présente analyse ne saurait rentrer dans tous les détails des modifications effectives et se limite dès lors à certaines modifications apportées par la Loi à la Loi Prospectus qui établit le cadre pour l'établissement, l'approbation et la diffusion des prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou de demande d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. L'adoption de la Loi doit cependant être remise dans son contexte législatif plus complexe tant au niveau national qu'euro-péen qui se trouve en phase de modernisation.

La Loi Prospectus doit ainsi être lue ensemble avec notamment (i) le règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004⁶, lequel règlement de base a également subi des modifications notamment par le biais de deux règlements délégués récents, (ii) les circulaires de la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF) et (iii) les textes et clarifications émis par l'Autorité européenne des valeurs mobilières et des marchés (ESMA), successeur du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR).

1. Le contexte européen

En 2003, poursuivant une politique de développement et d'amélioration des marchés financiers de l'Union Européenne, la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 sur les prospectus avait établi les règles relatives au prospectus à publier en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé dans l'UE, ainsi qu'un méca-

Introduction

Suite à la publication au Mémorial du 5 juillet 2012 de la loi du 3 juillet 2012 (la **Loi**) portant:

- 1) transposition de la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010¹ 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 négociation² et de 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 réglementé³
- 2) modification de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières (la **Loi Prospectus**)⁴ et
- 3) modification de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence concernant l'infor-

1. J.O. L 327/1 du 11 décembre 2010, p. 1-12.
2. J.O. L 345/64 du 31 décembre 2003, p. 64-89.
3. J.O. L 390/38 du 31 décembre 2004, p. 38-57.

4. Mémorial A- N° 98 du 12 juillet 2005.
5. Mémorial A- N° 5 du 15 janvier 2008.
6. J.O. L 149/1 du 30 avril 2004, p. 1-137.

nisme de «passeport», pour assurer la mobilité transfrontalière de ces offres (la **Directive Prospectus**). Peu de temps après, la directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004 avait harmonisé les obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs ayant des valeurs mobilières admises à la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés (la **Directive Transparence**).

Le but de la Directive Prospectus était (i) de permettre aux sociétés de lever des fonds et d'accéder plus facilement et de manière moins onéreuse aux capitaux dans toute l'Union Européenne par le biais du mécanisme de «passeport» ainsi que (ii) renforcer la protection offerte aux investisseurs en assurant une «harmonisation» au niveau européen de l'information clé dont un investisseur a besoin pour effectuer des investissements. De manière générale, la Directive Prospectus a eu un effet positif sur les émissions de titres, et l'harmonisation des informations et exigences requises sur l'ensemble de l'UE a permis un développement de ces offres. Néanmoins, le Conseil européen a convenu, lors de sa réunion des 8 et 9 mars 2007, que les charges administratives imposées aux sociétés devraient être réduites de 25% jusqu'en 2012 afin de renforcer la compétitivité des sociétés dans l'Union.

En janvier 2009, la Commission européenne a lancé une consultation publique dans le cadre du réexamen et de la révision de la Directive Prospectus. Plusieurs problématiques ont ainsi été mises en évidence, entravant de façon plus ou moins considérable l'accès aux marchés, l'information des investisseurs et la sécurité juridique relative à ces offres.

En septembre 2009, la Commission européenne a présenté des propositions législatives concrètes qui avaient pour objectif d'ajuster le cadre juridique relatif (i) au contenu et au format du prospectus, (ii) aux exemptions et au champ d'application de la Directive Prospectus, (iii) aux définitions de la Directive Prospectus avec la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers⁷ (transposée en droit luxembourgeois par la loi du 13 juillet 2007⁸ (**Loi MIFID**)), ainsi que (iv) aux exigences d'information de façon proportionnée à chaque situation, tant selon la Directive Prospectus que selon la Directive Transparence. L'adoption de la directive 2010/73/EU du 24 novembre 2010 a ainsi affecté tant la Directive Prospectus que la Directive Transparence.

La Loi transpose cette directive en droit luxembourgeois et les changements qu'elle opère ont trait essentiellement à la Loi Prospectus.

Il est à noter que, comme il en ressort du considérant (5) de la directive 2010/73/EU, cette directive (ainsi

que la Loi la transposant) s'inscrit dans le contexte plus général qui vise à instituer un système européen de surveillance financière constitué d'un réseau d'autorités nationales de surveillance travaillant en coopération avec de nouvelles autorités européennes de surveillance (dont l'ESMA, dont l'entrée en fonction date du 1^{er} janvier 2011).

Ce changement d'infrastructure impacte également l'évolution législative du régime prospectus étant donné qu'il se dessine de ce changement infrastructurel également une volonté de répartition nouvelle des compétences décisionnelles appartenant aux différentes autorités compétentes, telles l'ESMA qui voit son rôle accroître dans le processus de prise de décisions relevant notamment du niveau 2.

La Loi reflète parfaitement cette tendance existant depuis la mise en place de la nouvelle infrastructure européenne et ainsi de nombreux seuils et montants ne sont désormais plus déterminés par le texte même de la Loi mais par référence à la Directive Prospectus et aux actes délégués de la Commission européenne, tels que publiés dans des avis au Mémorial. Dans l'attente de tels actes délégués, la directive 2010/73/EU a toutefois prévu les seuils et montants applicables, auxquels la Loi fait référence.

2. La Loi Prospectus et l'énumération des principaux changements

La Loi Prospectus distingue trois (3) régimes différents:

- un premier régime (Partie II de la Loi Prospectus), communément connu sous la dénomination de «régime prospectus», concernant les offres au public de valeurs mobilières et les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé faisant l'objet d'une harmonisation communautaire et transposant les règles de la Directive Prospectus;
- un deuxième régime (Partie III de la Loi Prospectus) déterminant les règles luxembourgeoises applicables aux offres au public ainsi qu'aux admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables qui sont hors du champ d'application de la Directive Prospectus et prévoyant un régime de «prospectus simplifié»; et
- un troisième régime (Partie IV de la Loi Prospectus) établissant un régime spécifiquement luxembourgeois applicable en cas d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne (telle une ad-

7. J.O. L 145/1 du 30 avril 2004.

8. Mémorial A- N° 116 du 16 juillet 2007.

mission de titres au marché EuroMTF de la bourse de Luxembourg).

La Loi laisse intacte l'existence même des trois (3) régimes et les modifications apportées par la Loi concernent essentiellement le premier régime (régime prospectus) établi par la Loi Prospectus (Partie II de la Loi Prospectus) et sont par la suite reflétées de manière analogue au niveau du deuxième régime établi par la Loi Prospectus (Partie III de la Loi Prospectus).

Les principales modifications du régime Partie II de la Loi Prospectus sont:

- l'introduction de nouvelles définitions (dont celles d'«informations clés», de «société à faible capitalisation boursière») et la réduction des informations à fournir en cas d'offres au public et d'admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières émises par des petites et moyennes entreprises ou des sociétés à faible capitalisation boursière (voir point 3.1)
- l'ajustement de la définition d'«investisseurs qualifiés» figurant dans la Loi Prospectus avec les notions de «client professionnel» et de «contrepartie éligible» figurant dans la Loi Mifid (voir point 3.2);
- la revue des exemptions prévues par la Loi Prospectus en cas d'offre (certains seuils ayant trouvé modification dont par exemple le seuil constituant la base pour la distinction entre «investisseur de détail» et «investisseur professionnel» est passé de 50.000 euros à 100.000 euros, celui de l'offre limitée à un petit cercle est passé de moins de 100 personnes à moins de 150 personnes, et certaines exemptions ont été clarifiées ou rajoutées dont la dispense de l'obligation de publier un prospectus pour les cas où des entreprises offrent ou attribuent leurs valeurs mobilières à leur personnel ou à celui d'une entreprise liée) (voir point 3.3);
- la réduction des informations à fournir dans le cadre d'offres au public et d'admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières bénéficiant de la garantie d'un État membre (voir point 3.4);
- standardisation du format et du contenu des documents d'offre (dont notamment celle du résumé du prospectus) lequel processus est à compléter par le règlement délégué (UE) 486/2012 (voir point 3.5);
- responsabilité liée au prospectus et dispense de prospectus en cas d'offres en cascade (voir point 3.6);
- précisions quant au droit de retrait (voir point 3.7); et
- l'abolition du document annuel à produire sous la Loi Prospectus (voir point 3.8).

3. Analyse détaillée des modifications

3.1. Définitions nouvelles

Parmi les nouvelles définitions qui auront un impact direct potentiel sur le régime prospectus, on peut certainement épinglez la définition des «informations clés» et celle de «société à faible capitalisation boursière».

Les informations clés

Si le résumé au prospectus devait initialement contenir des «informations de base» et ne pas dépasser 2.500 mots⁹, ce terme ne trouvait pas de définition, de sorte que les différentes interprétations possibles quant au contenu du résumé entravaient sérieusement la comparabilité de ces documents à l'échelle transfrontalière. La Loi est venue préciser la teneur de ces informations essentielles, dites «informations clés» rendant ainsi plus aisées la revue et la comparaison des résumés entre différentes offres sur titres similaires (et autres parties du prospectus faisant référence à cette nouvelle définition).

Ainsi, les informations clés doivent dorénavant couvrir l'ensemble de l'offre, tant au regard des risques de l'émetteur, ses garants éventuels et l'offre elle-même, que des modalités et raisons de l'offre, de sorte qu'un investisseur (professionnel ou non) puisse se faire une image globale, simplifiée mais fidèle, de l'investissement qui lui est proposé. Néanmoins, ce caractère précis mais non technique des informations, pourrait poser des difficultés comme le résumé ne pouvant jadis pas excéder 2.500 mots (*cf.* point 3.5.1 ci-dessous précisant l'abolition de pareille limite).

La société à faible capitalisation boursière

En 2003, la Directive Prospectus a introduit la notion de petites et moyennes entreprise (PME). Cette définition, bien qu'ayant le mérite d'être d'une certaine objectivité dès lors qu'elle se basait sur trois (3) critères liés à l'entreprise elle-même pour l'exercice considéré (le nombre de salariés, le bilan et le chiffre d'affaires net annuel), ne s'avérait toutefois pas approprié lorsqu'il convenait de considérer les sociétés en vue de leur admission à la cotation.

En effet, ces critères étant trop restrictifs, nombre de sociétés ne pouvant tomber sous cette qualification de PME étaient traitées de la même façon que les grosses entreprises, alors même que le niveau du montant de capitalisation boursière recherché était bien inférieur à celui de telles entreprises. Les exigences très fortes liées à ces émissions avaient par conséquent un effet négatif sur ces acteurs, petits en comparaison à

9. Voir dans la Directive Prospectus, notamment en son considérant (21).

Marchés financiers

d'autres grands émetteurs, mais pour autant soumis aux mêmes règles et obligations sans qu'une proportionnalité soit opérée au regard du volume d'opérations.

La directive 2010/73/UE a ainsi introduit une nouvelle notion, la société à «faible capitalisation boursière», en vue de futures mesures européennes. L'objectif recherché est d'augmenter l'attractivité qu'ont ces petites sociétés envers les marchés financiers par le biais d'un allègement des exigences liées au prospectus, voire un système d'exemptions qui serait alors proportionné à leur taille et leur impact sur ces marchés. Cette définition étant axée sur le volume de capitalisation et non plus sur la taille de l'entreprise, elle permet de prévoir un régime allégé, proportionné à la taille de l'émetteur et son impact sur le marché, même si celui-ci ne venait plus à pouvoir être considéré comme une PME. Cette idée de proportionnalité, au cœur même de la réforme de la Directive Prospectus, poursuit ainsi l'objectif principal d'augmenter l'attractivité des sociétés à faible capitalisation boursière pour les marchés de capitaux tout en réduisant les frais afférents, notamment administratifs, supportés par ces sociétés.

Comme aucune définition adaptée à ces petits émetteurs ne se retrouve dans les textes européens, la directive 2010/73/UE a ouvert la voie aux directives actuellement en cours de révision, telle que la Directive Transparence ou la directive 2003/6/CE sur les abus de marché¹⁰, dans le but de poursuivre la création d'un régime adapté et proportionné aux sociétés à faible capitalisation boursière tant au regard de l'admission de leurs valeurs mobilières sur les marchés réglementés que des obligations en découlant, notamment de déclaration et d'information du public.

Sera ainsi considérée étant une société à faible capitalisation boursière, une société dont les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé et dont la capitalisation boursière a été inférieure à 100 millions d'euros, au cours des trois (3) années précédentes. Ce seuil, fixé par la directive 2010/73/UE, est toutefois susceptible de modification, le corps de la loi prévoyant qu'il sera déterminé en fonction de la Directive Prospectus et les actes délégués de la Commission Européenne (tel que publié dans un avis au Mémorial).

Cette définition semble cependant dans l'état actuel ne pas offrir de flexibilité ou de délai de grâce: en l'absence de dispositions plus spécifiques, une capitalisation boursière dépassant le seuil fixé, même pour un laps de temps limité, risque de compromettre l'éligibilité de la société à une telle classification.

Par ailleurs, il reste à vérifier si en pratique ce schéma proportionné dont va en principe bénéficier une telle société à faible capitalisation sera effectivement approprié à la réalité des marchés et aux difficultés rencontrées par ce type de sociétés et comment cette exception sera concrètement mise en application et interprétée par les différents régulateurs, respectivement au niveau de l'ESMA. Il existe certes des nouvelles annexes (XXV et suivantes) introduites par le règlement délégué (UE) n°486/2012 qui donne des indications sur les informations à refléter dans le prospectus ainsi que certains éléments d'interprétations qui peuvent être retrouvés dans la documentation publiée par l'ESMA mais il semble que des précisions supplémentaires s'imposent pour donner plus de confort aux sociétés concernées. Il n'est par ailleurs pas à exclure que certaines des sociétés concernées optent dans la phase de démarrage pour l'application du régime normal plutôt que pour le régime allégé pour éviter des contretemps dans l'approbation du prospectus.

3.2. Les investisseurs qualifiés – harmonisation des définitions

La Loi Prospectus ayant été adoptée avant la Loi MIFID, les définitions de ces deux textes n'étaient pas harmonisées et des incertitudes demeuraient concernant la protection auquel l'investisseur pouvait prétendre. Selon la Loi MIFID, une distinction était ainsi faite entre l'investisseur de détail et l'investisseur professionnel, dont la limite est déterminée par le montant d'investissements effectués. Ainsi, pour un investissement minimal de 50.000 euros, l'investisseur qui était considéré comme qualifié sous le régime prospectus, pouvait toutefois être «non-qualifié» par application de la Loi MIFID.

Les conséquences du changement de catégorie de certains investisseurs, autrefois «professionnels» et devenant «non-qualifiés» suite à l'entrée en vigueur de la Loi, ont également été précisées. Les établissements financiers seront ainsi autorisés à considérer comme «qualifiés», les investisseurs qui entraient auparavant dans la catégorie des investisseurs professionnels.

De plus, suite à l'alignement de la définition d'investisseur avec celle de la Loi MIFID, un investisseur non-professionnel (un client de détail) pourra, de façon volontaire et sous certaines conditions, demander à être considéré comme un investisseur professionnel (*l'opt-in*) tandis que l'investisseur présumé professionnel sous la Loi sur le secteur financier¹¹ pourra demander à sortir de cette catégorie et être traité comme un investisseur non-professionnel, bien qu'en contrepartie de cette protection, il perde son accès à certaines offres plus sophistiquées (*l'opt-out*).

10. J.O. L 96/16 du 12 avril 2003.

11. Loi du 5 avril 1993 sur le secteur financier (telle que modifiée).

3.3. Révision des exemptions de publier un prospectus en cas d'offre

La Loi Prospectus prévoyait déjà des exemptions pour les situations où la personne chargée de rédiger le prospectus (que ce soit l'émetteur des valeurs mobilières ou toute autre personne opérant une offre) n'avait pas d'obligation de publier un prospectus, soit parce qu'elle était en dehors du champ d'application de la Loi Prospectus, soit parce qu'elle bénéficiait d'une exemption à la publication mais restait soumise aux autres dispositions contenues dans la Loi Prospectus.

3.3.1. Champ d'application de la Loi Prospectus

Le cadre des exemptions et exceptions a été redéfini. N'entrera donc en principe plus dans le champ de la Loi, une offre au public de valeurs mobilières dont le montant total, calculé sur une période de douze (12) mois, est inférieur au seuil déterminé par la Directive Prospectus (telle que modifiée) et les actes délégués de la Commission européenne pris en conformité. En cas de changement de seuil, le nouveau seuil applicable sera publié par la CSSF au moyen d'un avis au Mémorial, avec indication la référence de l'acte délégué publié au Journal officiel de l'Union européenne fixant le nouveau montant ou seuil applicable. Actuellement, ce seuil est de 5 millions d'euros (contre 2,5 millions d'euros auparavant). De plus, l'incertitude existante a été éliminée, la limite étant désormais calculée pour l'ensemble des Etats membres. Cet élargissement du champ de l'exemption bénéficie particulièrement aux PME, leur permettant d'émettre des valeurs mobilières tout en évitant les coûts liés à l'établissement du prospectus.

De façon similaire, la limite du montant total de titres de créance émis par des établissements de crédit, d'une façon continue sur une période de douze (12) mois, a été augmentée, passant de 50 millions d'euros à 75 millions d'euros, tel qu'actuellement déterminé par la directive 2010/73/UE. Cette mesure vise ainsi les petits établissements bancaires, en leur faisant bénéficier d'une capacité d'émission plus importante à moindre frais, tout en conservant flexibilité et réactivité par application d'un seuil calqué sur celui applicable au niveau communautaire.

3.3.2. Les exemptions à l'obligation de publier un prospectus en cas d'offre

D'une manière générale, les seuils applicables aux offres de valeurs mobilières ont été modifiés.

Ainsi, pour l'exemption d'une offre de valeurs mobilières faite à moins de cent (100) personnes, physiques ou morales, non-qualifiées (investisseurs de détail) par Etat membre, le seuil passe de moins de 100 à moins de 150 personnes. La modification essentielle

apportée par la Loi est d'adapter ce seuil de manière automatique à celui déterminé par la Directive Prospectus (telle que modifiée) et par les actes délégués de la Commission européenne pris en conformité. Ainsi, tout changement de seuil dans le futur deviendra applicable de par la seule publication par les soins de la CSSF d'un avis au Mémorial indiquant la référence de l'acte délégué publié au Journal officiel de l'Union européenne fixant le nouveau montant ou seuil applicable.

De même, pour l'exemption d'une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale minimale, respectivement la souscription minimale par investisseur, est de 50.000 euros, le seuil passe de 50.000 euros à 100.000 euros. Ce seuil sera, dans le futur, déterminé de la même manière qu'exposée ci-avant.

Ainsi, tout changement de seuil entrera en vigueur dans le futur de par la seule publication par les soins de la CSSF d'un avis au Mémorial faisant référence à l'acte délégué publié au Journal officiel de l'Union européenne. Par cette technique, la modification des seuils devrait s'appliquer dans des délais quasi identiques dans les différents Etats membres ayant implémenté le mécanisme de changement de seuil par référence aux actes délégués introduit par la directive 2010/73/CE.

3.3.3. L'offre aux employés et administrateurs

Avant la Loi, un émetteur de valeurs mobilières n'était pas requis de publier un prospectus pour les offres destinées à ses employés ou administrateurs. Toutefois, cette exception était limitée aux offres émanant de sociétés établies dans un Etat membre et cotées sur un marché réglementé de l'UE. Les sociétés de pays tiers ou encore les sociétés établies dans l'UE mais cotées sur un marché non réglementé à l'échelle communautaire (telle une société UE cotée sur le NYSE) étaient dès lors automatiquement écartées et devaient publier un prospectus.

La Loi a élargi le champ de cette exemption à (i) toutes les sociétés ayant leur siège social dans un Etat membre, cotées ou non dans l'UE, ainsi qu'à (ii) toutes les sociétés établies dans un pays tiers, pourvu qu'elles soient cotées sur un marché réglementé de l'UE ou d'un pays tiers qui serait considéré comme étant équivalent. Le «caractère équivalent» du marché en question sera toutefois déterminé par la Commission européenne, par le biais d'une décision d'équivalence relative au marché du pays tiers concerné.

3.3.4. L'offre publique d'acquisition

Par application des dispositions de la Directive 2004/25/CE, transposée en droit luxembourgeois par la loi du 19 mai 2006 sur les offres publiques d'acquisitions, toute offre au public d'acquisition entrant dans le

champ d'application de cette loi est soumise à l'obligation de publier un document d'information renseignant les actionnaires cibles sur les caractéristiques de l'offre et des valeurs mobilières concernées. Des redondances étaient ainsi retrouvées entre le document d'information et le prospectus.

La Loi prévoit désormais une exception à l'obligation de publier un prospectus, dans le cas où le document d'information (rédigé dans le cadre d'une fusion, scission ou toute opération de restructuration similaire) contiendrait des informations sur les valeurs mobilières qui seraient équivalentes à celles requises pour l'établissement du prospectus. Il reviendra à la CSSF de déterminer ce qu'il convient d'entendre par «équivalent», au regard de la législation communautaire applicable.

3.4. L'offre garantie par un Etat membre

Suite aux crises successives sur les marchés de capitaux, de nombreux Etats, notamment des Etats membres, ont mis en place des systèmes de garantie étatique de certaines émissions de valeurs mobilières.

S'il est évident que dans le cadre d'une offre classique où le garant est une personne privée, certaines informations (non publiques pour la plupart) soient nécessaires voire même essentielles afin de permettre à l'investisseur de juger de l'opportunité d'un investissement, une telle exigence semble plus difficile à justifier lorsque le garant en question est un Etat membre. La Loi a dès lors prévu que dans le cas où l'offre est garantie par un Etat membre, l'omission des informations relatives au garant était possible, ceci découlant de leur caractère en principe publique et accessible.

Cet allègement n'est toutefois réservé qu'aux Etats Membres et ne profite à ce moment ni aux pays tiers, ni aux sous-divisions étatiques des différents Etats Membres tels que par exemple les Länder de droit allemand.

De plus, la garantie de l'offre par un Etat Membre ne dispense pas la personne obligée de rédiger le prospectus d'indiquer dans son contenu des informations relatives à la garantie elle-même et ses modalités.

3.5. Les documents relatifs à l'offre suite aux modifications apportées par la Loi

3.5.1. Le résumé

Suite à la Loi, le résumé prend une place centrale. Au cœur de l'idée de commercialisation à l'échelle communautaire et de comparabilité des offres, il devra désormais contenir des informations clés, essentielles

pour permettre une compréhension et une lecture comparative par les investisseurs, tout en conservant une certaine concision, le document étant basé sur une forme standardisée et harmonisée pour l'ensemble des Etats Membres sans que la limite des 2.500 mots ne s'applique encore. La limite actuelle de la taille du résumé ayant été élevée à quinze (15) pages ou au maximum 7% de la longueur du prospectus et ce non par une modification apportée de par la Loi mais par une réécriture complète de l'article 24 du règlement de base 809/2004 par le règlement délégué (UE) n°486/2012 de la Commission du 30 mars 2012.

De plus, il est à noter que dans le cadre de la seule admission de titres à un marché réglementé, le résumé n'est désormais plus exigé dans le cas où une offre est réservée aux investisseurs investissant un montant minimum de 100.000 euros.

Plus de détails pour l'établissement du résumé peuvent également être trouvés dans le document questions-réponses (15^{ième} édition du 20 juin 2012) publié par l'ESMA¹².

3.5.2. Les conditions finales de l'offre

À la différence du supplément au prospectus, visant à corriger une erreur matérielle ou une omission au prospectus publié, les conditions finales de l'offre contiennent des informations propres à l'offre et aux valeurs mobilières concernées et afin de compléter le prospectus. La Loi vient préciser désormais que les informations pouvant être incluses dans les conditions finales de l'offre sont limitées à celles qui ne pouvaient qu'être déterminées au moment de l'émission en question. Pour toutes les autres informations, le supplément au prospectus sera requis, celui-ci devant être soumis à l'approbation de la CSSF avant sa publication.

3.6. Responsabilité liée au prospectus

Les régimes de responsabilité en vigueur dans les Etats membres étant sensiblement différents, la Commission européenne a maintenu le système de renvoi au régime de responsabilité en vigueur dans l'Etat concerné et a prévu l'établissement d'un tableau comparatif des différents régimes en vigueur. En attendant le résultat de cette comparaison, la Loi est cependant déjà venue apporter des précisions quant à la responsabilité dérogée par la rédaction du résumé et celle incombant à un intermédiaire financier opérant dans le marché secondaire sur base d'un système de cascade d'offres.

12. Voir sur le site de l'ESMA (<http://www.esma.europa.eu/page/prospectus>).

3.6.1. Responsabilité du résumé

La Loi précise désormais qu' aucune responsabilité ne peut être attribuée à quiconque sur la base du seul résumé ou de sa traduction, hormis le cas de tromperie, inexactitude ou contradiction par rapport au prospectus lui-même. Pareille règle de responsabilité existait déjà auparavant mais le législateur européen insiste à ce que le résumé inclut dorénavant un avertissement clair en ce sens.

3.6.2. Responsabilité du prospectus

Au regard du contenu du prospectus, la responsabilité demeure inchangée: la personne obligée de rédiger le prospectus (que ce soit l'émetteur, respectivement l'offrant) demeure responsable du contenu du document durant toute la durée de validité du prospectus et devra continuer d'opérer les publications additionnelles requises pour maintenir le document à jour.

Ce qui change cependant est que la Loi prévoit désormais que l'émetteur, respectivement la personne obligée d'établir le prospectus, peut consentir par un accord écrit à son utilisation. Pareil accord permettra la réutilisation du prospectus par un intermédiaire financier dans le cadre de la revente des valeurs mobilières sur le marché secondaire.

Le nouveau système d'autorisation préalable ainsi que la forme que ce consentement écrit devra prendre restent cependant encore à préciser et il n'est pas certain si un consentement général inséré dans le corps du prospectus satisfera les exigences de forme de consentement qui doivent encore être précisées.

La responsabilité de l'intermédiaire financier opérant dans le marché secondaire pour la revente de titres devrait donc se retrouver diminuée grâce au consentement obtenu pour le contenu du prospectus, sans que pour autant toute forme de responsabilité soit exclue d'office dans le cadre de la revente de titres.

3.7. Précisions quant au droit de retrait

Dans le cas où une erreur matérielle ou une omission dans le prospectus initial aurait été constatée, il est nécessaire de publier un supplément corrigeant cette erreur et pareil supplément est à faire approuver et publier selon les mêmes conditions que le prospectus initial.

La Loi apporte des précisions quant aux modalités du droit de retrait dont bénéficient les investisseurs ayant accepté l'offre avant la publication de ce supplément.

Ainsi, les investisseurs disposeront d'au moins deux (2) jours ouvrables à compter de la date de publication officielle du supplément pour retirer leur acceptation. Si la publication du supplément intervient après la clôture définitive de l'offre et la livraison des valeurs mobilières, le droit de retrait ne pourra toutefois être exercé qu'au cas où l'erreur matérielle ou l'omission corrigée était antérieure à la date de clôture de l'offre.

Le prospectus pourra prévoir un délai plus long mais nécessitera, en tout état de cause, l'indication du délai dont bénéficient les investisseurs pour se rétracter. Il n'est cependant pas précisé quel délai s'applique en cas d'absence de précision dans le prospectus mais on pourrait penser que le délai minimal de deux jours devrait s'appliquer.

De par sa formulation, la Loi semble également confirmer que le droit de retrait ne s'applique que dans les seuls cas d'offre au public et un droit de retrait ne devrait dès lors pas jouer dans le cas de figure d'une admission de valeurs mobilières à un marché réglementé souscrites par exemple seulement par des investisseurs qualifiés ou dont le montant d'investissement dépasse 100.000 euros.

3.8. Abolition du document annuel à produire en vertu de la Loi Prospectus

Par application de l'article 14 de la Loi Prospectus, l'émetteur ou la personne ayant rédigé le prospectus se devait de publier annuellement l'ensemble des informations rendues publiques et relatives à l'émetteur ou aux valeurs mobilières concernées par l'offre. Toutefois, cette obligation d'information s'est vue doublée depuis l'entrée en vigueur de la directive transparence 2004/109/CE et a très vite été reconnue comme redondante avec les publications requises par la Loi Transparence. La CSSF elle-même a considéré d'ailleurs dans son document de questions-réponses¹³, que les obligations de l'article 14 étaient remplies dès lors que les exigences de transparence étaient respectées.

La Loi a donc abrogé cette disposition, laissant au régime de la Loi Transparence le soin de déterminer et d'harmoniser les exigences d'information des investisseurs au niveau communautaire.

4. Le régime de transition

La Loi¹⁴ prévoit par ailleurs que certaines mesures transitoires pour les prospectus publiés avant le 30 juin 2012, notamment une extension anticipée de certains cas d'exemption à l'obligation du prospectus.

13. «La Loi Transparence et le Règlement grand-ducal Transparence du: Questions/Réponses», disponible sur le site internet de la CSSF (<http://www.cssf.lu/emetteurs-prospectus/obligations-transparence/documentation>).

14. Article 3 de la directive 2010/73/UE.

Conclusion

La Loi vient adapter les exigences d'information des investisseurs avec l'objectif d'harmonisation des conditions d'offre à l'échelle communautaire, visant ainsi le renforcement de l'efficacité du passeport européen pour les offres au public de valeurs mobilières ainsi que pour l'admission de titres sur un marché réglementé. Les obligations d'information seront vraisemblablement encore impactées et modifiées par la nouvelle directive sur les obligations de transparence en cours d'élaboration, qui devrait toutefois être en phase avec les dispositions de la directive 2010/73/UE.

Un réexamen de la Directive Prospectus (telle que modifiée) sera effectué avant le 1^{er} janvier 2016¹⁵, afin de s'assurer que les nouvelles mesures prises ont effectivement permis d'améliorer l'efficacité du régime prospectus.

Si les modifications de la Loi Prospectus, quant à leur contenu, ne sont a priori pas de nature à justifier l'existence d'un régime nouveau, nous pensons que le recours à la technique d'actes délégués pour la détermination de certains seuils ainsi que la multiplication de décisions prises par le biais d'actes délégués et la considération des autres directives européennes qui peuvent intervenir en matière financière s'inscrivent dans la mise en place de la nouvelle architecture adoptée au niveau des infrastructures européennes et au pouvoir renforcé donné à ces nouvelles autorités (dont l'ESMA). A notre sens, cette technique représente une technique de modernisation en vue d'introduire une harmonisation maximale qui vient confirmer la pratique déjà constatée chez un certain nombre de régulateurs pendant l'année écoulée.

L'idée de pareille harmonisation maximale se retrouve par ailleurs dans le processus d'adoption d'autres textes législatifs touchant aux marchés financiers et de plus en plus des questions d'interprétation de textes de lois en la matière ne sont plus tranchées au niveau national mais au niveau européen (notamment par le biais d'interprétations données par des autorités telle l'ESMA). Certes, pareille méthodologie peut aboutir à un manque de transparence dans le processus d'élaboration des textes et des prises de positions

et constitue pour le Luxembourg un réel défi afin de maintenir un droit de parole susceptible d'avoir un impact. Par ailleurs, pareille technique, en cas de silence ou de manque de clarté du texte européen de base, peut également créer une certaine insécurité juridique et aboutir à un allongement du temps de traitement des dossiers, voire aboutir à une absence de réaction possible au niveau des régulateurs locaux sur certains points en cas d'imprécision du texte de base ou de défaut de prise de position par l'ESMA sur une question spécifique faute de pouvoir d'interprétation propre suffisant pour traiter des spécificités du cas d'espèce. Il est sur ce point intéressant que l'ESMA, dans ses dernières modifications de son document questions-réponses, semble inviter à une certaine approche pragmatique pour trancher les spécificités de certains cas d'espèce¹⁶.

Malgré les points de faiblesse et de manque de flexibilité qu'on peut craindre, l'adoption de cette Loi s'inscrit dans un cadre d'un processus de concertation régulier ayant eu lieu au niveau des nouvelles autorités dans lesquelles les différents régulateurs sont représentés et a abouti peut être à un cadre législatif certainement plus complexe (étant donné qu'il faut prendre en considération d'autres textes européens également) mais l'objectif d'harmonisation se retrouve, du moins en théorie, facilité.

Il est à noter par ailleurs que les modifications opérées par la Loi sont à lire à la lumière de la nouvelle circulaire CSSF 12/539 du 6 juillet 2012 qui vient remplacer la circulaire CSSF 05/226 du 16 décembre 2005 relative à la présentation générale de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et spécifications techniques en matière de communication à la CSSF de documents en vue de l'approbation ou du dépôt et des avis pour des offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. La Loi devra par ailleurs être complétée par le règlement de base (CE) 809/2004. Rappelons que ce dernier a, quant à lui, déjà été complété par deux règlements délégués, le règlement délégué n°486/2012 du 30 mars 2012 (en vigueur) et le règlement délégué du 4 juin 2012 (qui n'entrera probablement en vigueur qu'en septembre 2012 après écoulement du délai d'objection de 3 mois).

15. Article 4 de la directive 2010/73/UE.

16. Voir sur le site de l'ESMA (<http://www.esma.europa.eu/page/prospectus>).
FAQ, 15 ième édition, juillet 2012, question 77.