Réponse française à la consultation de la Commission européenne
« Consultation paper on the review of the prospectus directive »

La présente contribution constitue la réponse du gouvernement français à la consultation de la Commission européenne sur la révision de la directive prospectus.

Réponses détaillées:

Q1: Is the principle, whereby a prospectus is required whenever securities are admitted to trading on a regulated market or offered to the public, still valid? In principle, should a prospectus be necessary for admission to trading on a regulated market? In principle, should a prospectus be necessary for an offer of securities to the public? Should a different treatment should be granted to the two purposes (i.e. different types of prospectus for an admission to trading and an offer to the public)?

Le prospectus conserve toute sa légitimité en matière d'offres au public de titres pour les introductions en bourse ou lors d'une première admission sur un marché réglementé. En effet, l'émetteur n'est alors pas connu du marché et une information complète des investisseurs est nécessaire pour prendre une décision éclairée sur les atouts et risques présentés par l'émetteur. Des assouplissements au régime du prospectus peuvent être envisagés, dès lors qu'il s'agit d'une émission secondaire car l'émetteur est connu du marché.

Q2 a): Please estimate the cost of producing equity prospectus / non-equity prospectus / base prospectus / initial public offer (IPO) prospectus?

Selon l'Autorité des marchés financiers, les coûts d'un prospectus représentent en moyenne 2 à 3% du montant de l'émission pour une grande entreprise et de l'ordre de 6 à 10% pour une PME, en raison des coûts fixes.

Q2 b): What is the share, in per cent, of the following in the total costs of a prospectus? Issuer's internal costs: [enter figure]% / Audit costs: [enter figure]% / Legal fees: [enter figure]% / Competent authorities' fees: [enter figure]% / Other costs (please specify which): [enter figure]%. What fraction of the costs indicated above would be incurred by an issuer anyway, when offering securities to the public or having them admitted to trading on a regulated market, even if there were no prospectus national law requirements, under both EU and national law?

Ces données ne sont pas connues.

Q3: Bearing in mind that the prospectus, once approved by the home competent authority, enables an issuer to raise financing across all EU capital markets simultaneously, are the additional costs of preparing a prospectus in EU benefit of the passport attached to its rules and getting it approved by the competent authority are outweighed by the conformity with EU rules and getting it approved by the competent authority are outweighed by the benefit of the passport attached to it?

Le passeport européen délivré lors de l'établissement d'un prospectus constitue un instrument essentiel de l'approfondissement de l'intégration des marchés de capitaux et procure des avantages financiers réels aux émetteurs souhaitant se financer sur les marchés européens. Ainsi, sur les 1970 prospectus visés au sein de l'Union européenne au premier semestre 2014, 505 ont été passeportés[1], soit plus de 25% des prospectus émis au sein de l'Union européenne et ce, le plus souvent dans plusieurs Etats Membres. Au regard des avantages procurés par l'existence d'un passeport européen, le coût de la réalisation du prospectus doit être relativisé.

Toutefois, comme l'attestent les statistiques présentées *supra,* ainsi que les données figurant dans l'étude d'impact réalisée par la Commission européenne en 2009 et 2012*,* les coûts fixes représentent une part substantielle du coût total d'un prospectus et ont donc un impact inversement proportionnel à la taille de l'émission, ce qui pénalise tout particulièrement les PME[2]. C'est pourquoi, une attention toute particulière doit être portée à la révision du régime proportionné pour les PME, qui doit être allégé de façon très importante.

Q4: The exemption thresholds in Articles 1(2)(h) and (j), 3(2)(b), (c) and (d), respectively, were initially designed to strike an appropriate balance between investor protection and alleviating the administrative burden on small issuers and small offers. Should these thresholds be adjusted again so that a larger number of offers can be carried out without a prospectus?

La détermination des seuils est une question délicate. Compte-tenu de la diversité persistante de la taille des marchés financiers européens, il n'existe pas à court-terme de seuil optimal pour l'ensemble du marché européen.

Par ailleurs, l'absence de données empiriques n'a pas permis, à ce stade, d'établir la pertinence d'une modification des seuils, ce qui a conduit une majorité des parties prenantes consultées par le gouvernement français à se prononcer en faveur d'une stabilité du cadre réglementaire.

Le gouvernement français est donc favorable au maintien de l'ensemble des seuils à leur niveau actuel, en l'absence d'éléments justifiant du contraire.

Q5: Would more harmonisation be beneficial in areas currently left to Member States discretion, such as the flexibility given to Member States to require a prospectus for offers of securities with a total consideration below EUR 5 000 000?

Compte tenu de la diversité des marchés financiers européens, il n'existe pas actuellement de seuil optimal pour l'ensemble du marché européen. La réglementation française retient pour exiger la réalisation d'un prospectus en ce qui concerne le marché réglementé français le seuil de 5 millions d'euros si l'offre publique de titres financiers ne représente pas plus de 50 % du capital de l'émetteur.

Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une harmonisation plus importante sous le seuil des 5 millions d'euros pourrait être examinée par

[1] ESMA Data on Prospectuses Approved and Passported – January 2014 to June 2014
[2] 0.3% du capital levé pour une offre de 50M€ contre 0.03% pour une offre de 500M€ (Source : étude d'impact de la Commission européenne, 2012)

la France. L'absence de prospectus ne dispense pas l'émetteur du respect de toute obligation en matière d'information.

Le gouvernement français est donc favorable au maintien d'une flexibilité en-deçà du seuil de 5 millions d'euros, **afin de permettre aux régulateurs nationaux d'établir des règles adaptées à la taille des marchés financiers de chaque Etat Membre.**

Q6: Do you see a need for including a wider range of securities in the scope of the Directive than transferable securities as defined in Article 2(1)(a)? Please state your reasons.

Le gouvernement français est favorable à l'inclusion dans le champ de la directive de tous les titres présentant les mêmes caractéristiques économiques que les titres de capital ou obligataires, afin de prévenir les risques de contournement de la directive prospectus.

Certains titres, comme les parts sociales et les certificats émis par des banques coopératives, des banques mutualistes ou des sociétés d'assurance, sont déjà soumis en France à un régime similaire à celui de la directive prospectus.

Q7: Can you identify any other area where the scope of the Directive should be revised and if so how? Could other types of offers and admissions to trading be carried out without a prospectus without reducing consumer protection?

Le gouvernement français est favorable à une harmonisation accrue en ce qui concerne les titres financiers assimilables à des titres de capital. La France a mis en place un régime adapté aux spécificités du financement participatif qui pourrait nourrir une réflexion européenne sur l'adoption d'un régime proportionné adapté à cette nouvelle modalité de financement.

Q8: Do you agree that while an initial public offer of securities requires a full-blown prospectus, the obligation to draw up a prospectus could be mitigated or lifted for any subsequent secondary issuances of the same securities, information updates are made available by the issuer?

Les obligations prévues par la directive transparence et la directive sur les abus de marchés se traduisent par la publication régulière et permanente par l'émetteur d'une information réglementée.

Dès lors, le gouvernement français est favorable à l'allègement des obligations qui pèsent sur les émetteurs dans le cadre d'émissions sur le marché secondaire si les conditions suivantes sont respectées :

- l'émetteur doit être à jour de ses obligations d'information périodique et permanente ;
- aucune défaillance ne doit avoir été constatée dans la qualité de l'information qu'il diffuse.

Afin de faciliter l'exercice de la mission de supervision, un régime très simplifié pour les émissions secondaires, qui serait optionnel et pourrait s'inspirer du statut américain de *well-known seasoned issuers*, serait créé à destination des émetteurs qui ont déjà réalisé un prospectus lors d'une offre au public de titres financiers ou d'une admission antérieure. Une

fois ce statut octroyé, l'émetteur serait dispensé de l'obligation de publier un prospectus et devrait publier un communiqué de presse normé et validé *ex ante* par le régulateur national.

Le caractère optionnel du statut permettrait de conserver une certaine flexibilité et présenterait un caractère pédagogique et non contraignant qui devrait faciliter une meilleure appropriation du statut par les émetteurs concernés.

Ce statut serait révocable dès lors que l'émetteur ne satisferait plus les conditions requises pour l'obtention du statut, c'est-à-dire dès lors qu'il ne respecterait pas ses obligations d'information périodique et permanente.

Q9: How should Article 4(2)(a) be amended in order to achieve this objective ?

Les règles de protection des investisseurs ne devraient pas varier sensiblement selon que les actions leur sont proposées directement ou se déversent ultérieurement dans le marché par le biais d'instruments hybrides (émissions d'obligations convertibles ou autres instruments similaires à des actions donnant accès au capital). Les exemptions de prospectus pour émission ou admission devraient donc être cohérentes et s'appliquer de façon cumulative pour éviter de créer les conditions de leur contournement, en particulier par le recours à des instruments dérivés ou complexes (ceci concerne plus particulièrement l'articulation entre les articles 4.2.a) et 4.2.g) de la directive actuelle).

Q10: If the exemption for secondary issuances were to be made conditional to a fullblown prospectus having been approved within a certain period of time, which timeframe would be appropriate?

L'option d'une exemption temporaire n'est pas privilégiée par le gouvernement français.

Q11: Do you think that a prospectus should be required when securities are admitted to trading on an MTF?

Le gouvernement français est défavorable à l'extension de l'obligation de publier un prospectus aux systèmes multilatéraux de négociation, y compris aux *SME Growth Markets* (SME GM), car cette nouvelle obligation conduirait à remettre en cause la différence de nature qui caractérise les marchés non réglementés.

Par ailleurs, rajouter des exigences supplémentaires pesant sur les PME ne semble pas cohérent avec l'initiative relative à l'Union des marchés de capitaux lancée par la Commission.

Q12: Were the scope of the Directive extended to the admission of securities to trading on MTFs, do you think that the proportionate disclosure regime (either amended or unamended) should apply?

cf réponse Q11.

Q13: Should future European long term investment funds (ELTIF), as well as certain European social entrepreneurship funds (EuSEF) and European venture capital funds (EuVECA) of the closed-ended type and marketed to non-professional investors, be exempted from the obligation to prepare a prospectus under the Directive, while remaining subject to the bespoke disclosure requirements under their sectorial legislation and to the PRIIPS key information document?

Les fonds européens d'investissement de long-terme, les fonds européens d'entrepreneuriat social et les fonds européens de capital investissement présentent des caractéristiques particulières : ils sont peu liquides avec un horizon de placement long. **C'est pourquoi la protection des investisseurs de détail revêt une importance particulière et il convient de s'assurer d'une information suffisante des investisseurs de détails.**

Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une exemption de prospectus pourrait être examinée de manière favorable par la France.

Q14: Is there a need to extend the scope of the exemption provided to employee shares schemes in Article 4(1)(e) to non-EU, private companies ?

Le gouvernement français est favorable à l'extension de l'exemption prévue pour les valeurs mobilières attribuées aux salariés, y compris si l'entreprise n'a pas son siège social dans l'Union car la restriction actuelle de l'exemption aux seules sociétés européennes peut créer des distorsions entre les sociétés ou des inégalités entre les salariés.

Q15: Do you consider that the system of exemptions granted to issuers of debt securities above a denomination per unit of EUR 100 000 under the Prospectus and Transparency Directives may be detrimental to liquidity in corporate bond markets? If so, what targeted changes could be made to address this without reducing investor protection?

Le gouvernement français est favorable, à ce stade, au maintien de cette exemption au niveau actuel. Certes, il existe un manque de liquidité avéré sur le marché secondaire obligataire destiné aux professionnels. Toutefois, une étude d'impact de l'évolution introduite en 2010 serait nécessaire avant de modifier à nouveau le seuil des 100 000€, afin d'étayer l'intérêt de la réforme.

Q16: In your view, has the proportionate disclosure regime (Article 7(2)(e) and (g)) met its original purpose to improve efficiency and to take account of the size of issuers? If not, why?

La redondance de certaines informations demandées simultanément dans plusieurs rubriques dans le régime proportionné plaide pour une poursuite de l'allègement de ce régime, tant en ce qui concerne les émissions avec octroi de droits préférentiels de souscription (DPS) que les émissions réalisées par des PME.

Q17: Is the proportionate disclosure regime used in practice, and if not what are the reasons?

a) Rights issues

En pratique, ce régime n'est quasiment pas utilisé en France.

b) SMEs with reduced market capitalisation

Le régime proportionné est essentiellement utilisé (14 des 20 introductions de PME sur Euronext Paris en 2014 en ont fait usage) pour la souplesse qu'il offre en matière

d'information financière (deux années de comptes au lieu de trois, exemption de présentation des résultats semestriels, présentation allégée de l'activité). Toutefois, il demeure peu incitatif car il fait peser une charge administrative encore trop importante et donc dissuasive sur les PME, compte tenu du coût relatif d'un prospectus par rapport aux fonds levés.

c) issues by credit institutions referred to in Article 1(2)(j)

Ce régime n'est pas utilisé en France.

Q18: Should the proportionate disclosure regime be modified to improve its efficiency, and how?

a) Rights issues

Ce régime pourrait être remplacé par le régime très simplifié pour les émissions secondaires, notamment pour les émissions de capital avec DPS.

b) SMEs with reduced market capitalization*:*

Le gouvernement français soutient le principe d'une adaptation de la réglementation applicable aux sociétés cotées sur un marché réglementé en fonction de leur taille (le critère de la capitalisation pourrait être utilisé). Par conséquent, dans la révision de la directive prospectus, il serait très souhaitable que la Commission prenne en considération la spécificité des petites et moyennes entreprises cotées sur un marché réglementé et que soit ainsi créé un statut des valeurs petites et moyennes cotées qui permettrait à ces entreprises de bénéficier d'allègements significatifs de nombre des contraintes d'information pesant sur elles. Le périmètre relatif aux informations financières à fournir lors de la réalisation d'un prospectus pourrait être modifié.

Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une limitation de la taille du prospectus pour une PME serait examinée de manière favorable par la France.

c) *issues by credit institutions referred to in Article 1(2)(j))*

Ce régime n'est pas utilisé en France.

Q19: If the proportionate disclosure regime were to be extended, to whom should it be extended?

A ce stade, le gouvernement français n'a pas identifié de nouvelles possibilités d'extension.

Q20: Should the definition of "company with reduced market capitalisation" (Article 2(1)(t)) be aligned with the definition of SME under Article 4(1)(13) of Directive 2014/65/EU by raising the capitalisation limit to EUR 200 000 000?

Afin de renforcer la lisibilité et la cohérence du droit, ainsi que de favoriser l'émergence progressive d'un *règlement uniforme* (*single rule book*) commun à l'ensemble du secteur financier européen, **il est proposé d'harmoniser la définition des sociétés à faible**

capitalisation boursière et d'aligner le seuil sur celui de 200 000 000 €, seuil retenu dans le cadre de la directive MIFID II.

Q21: Would you support the creation of a simplified prospectus for SMEs and companies with reduced market capitalisation admitted to trading on an SME growth market, in order to facilitate their access to capital market financing?

Le gouvernement français est favorable à un allègement du régime proportionné pour les PME. L'octroi de ce régime proportionné ne doit pas dépendre de la nature du marché sur lesquels les titres sont échangés, et en particulier de l'attribution d'un label « marché de croissance de PME ».

Q22: Please describe the minimum elements needed of the simplified prospectus for SMEs and companies with reduced market capitalisation admitted to trading on an SME growth market.

[cf réponse à la Q21]

Q23: Should the provision of Article 11 (incorporation by reference) be recalibrated in order to achieve more flexibility? If yes, please indicate how this could be achieved (in particular, indicate which documents should be allowed to be incorporated by reference)?

Le gouvernement français est favorable à une extension de l'inclusion d'informations par référence, afin d'alléger le prospectus, sous réserve que l'information référencée demeure facile d'accès et que cette extension ne s'accompagne pas d'un renforcement des exigences des régulateurs en matière de référencement d'informations.

Q24: (a) Should documents which were already published/filed under the Transparency Directive no longer need to be subject to incorporation by reference in the prospectus (i.e. neither a substantial repetition of substance nor a reference to the document would need to be included in the prospectus as it would be assumed that potential investors have anyhow access and thus knowledge of the content of these documents)? (b) Do you see any other possibilities to better streamline the disclosure requirements of the Prospectus Directive and the Transparency Directive?

Une référence à ces documents resterait nécessaire, tant pour garantir une protection effective de l'investisseur et un accès facilité à l'information, que pour protéger l'émetteur, afin d'éviter la mise en cause de sa responsabilité.

Q25: Article 6(1) Market Abuse Directive obliges issuers of financial instruments to inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns the said issuers; the inside information has to be made public by the issuer in a manner which enables fast access and complete, correct and timely assessment of the information by the public. Could this obligation substitute the requirement in the Prospectus Directive to publish a supplement according to Article 17 without jeopardising investor protection in order to streamline the disclosure requirements between Market Abuse Directive and Prospectus Directive?

Les obligations prévues par la directive relative aux abus de marché et celles prévues par la directive prospectus ne sont pas équivalentes. Une différence majeure entre l'obligation

d'information permanente et le supplément au prospectus réside dans le droit de rétractation reconnu par la directive prospectus à l'investisseur dans le cas où un fait nouveau significatif surviendrait ou si une erreur ou inexactitude substantielle figurait dans le prospectus. **C'est pourquoi le gouvernement français est défavorable à une évolution de la réglementation à ce sujet.**

Q26: Do you see any other possibility to better streamline the disclosure requirements of the Market Abuse Directive and the Prospectus Directive?

A ce stade, le gouvernement français n'a pas identifié d'axes d'amélioration.

Q27: Is there a need to reassess the rules regarding the summary of the prospectus?

Le gouvernement français est favorable à un allègement du résumé du prospectus. Le résumé est insuffisamment concis et de ce fait peu utile à l'investisseur. Le gouvernement français considère que les propositions avancées à ce stade par la Commission sont intéressantes, mais ne sont pas totalement satisfaisantes.

En effet, le résumé pourrait ressembler au document d'information clé (DIC) sous certaines réserves. Il conviendrait d'ajouter des informations relatives à l'émetteur et à l'opération car le DIC n'en comporte pas. Or, ces informations participent d'une protection efficace de l'investisseur.

Par ailleurs, le résumé américain est limité à cinq pages, ce qui présente certaines limites pour les émetteurs ayant des modèles économiques complexes, mais constitue une piste de travail très intéressante.

A ce titre, le gouvernement français est favorable à une étude d'impact chiffrée permettant d'aboutir à un diagnostic partagé.

Q28: For those securities falling under the scope of both the packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPS) Regulation, how should the overlap of information required to be disclosed in the key investor document (KID) and in the prospectus summary, be addressed?

Pour les titres financiers déjà soumis à la réglementation PRIIPS, il existe des recoupements entre les informations demandées par la réglementation PRIIPS et le résumé. Toutefois, le document d'information clé (DIC) ne comporte pas d'informations relatives à l'émetteur, ni d'informations relatives à l'opération et aux facteurs de risque. Ces informations sont nécessaires à une protection adéquate de l'investisseur. Par ailleurs, le DIC contient des scenarii financiers et les profils de risques des produits, adaptés à des produits financiers complexes mais qui ne sont pas utiles dans le cadre d'un prospectus. **C'est pourquoi, le gouvernement français est favorable au maintien de l'exigence d'un résumé qui serait toutefois allégé, en complément de la publication du DIC.**

Q29: Would you support introducing a maximum length to the prospectus? If so, how should such a limit be defined?

Afin d'assurer la protection effective de l'investisseur, les exigences paraissent devoir être davantage d'ordre qualitatif que quantitatif. Il pourrait apparaître contreproductif de déterminer *a priori* la taille du prospectus : les facteurs de risque spécifiques à une entreprise

peuvent varier considérablement et nécessiter des développements plus longs pour certaines entreprises ou certains secteurs d'activité.

Toutefois, constatant la forte augmentation de la taille des prospectus au sein de l'Union européenne ces dernières années, ainsi qu'une réduction de celle des prospectus américains et **au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact, la France pourrait examiner la question d'une limitation de la taille du prospectus pour toutes les entreprises, en s'inspirant, si pertinent, de l'exemple américain qui limite la taille du résumé à 5 pages.**

Q30: Alternatively, are there specific sections of the prospectus which could be made subject to rules limiting excessive lengths? How should such limitations be spelled out?

En droit américain, la rubrique facteurs de risque ne peut comprendre que des risques spécifiques à l'entreprise, ce qui constitue également un axe de simplification. **Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une limitation de la taille de la rubrique du prospectus consacrée aux facteurs de risque pourrait être examinée par la France.**

Q31: Do you believe the liability and sanctions regimes the Directive provides for are adequate?

Le rapport sur la comparaison des régimes de responsabilité des Etats Membres en ce qui concerne la directive prospectus publié par l'AEMF en mai 2013 fait état d'une diversité importante des pratiques, notamment en matière de sanctions administratives. L'harmonisation et l'application cohérente des sanctions en Europe sont les conditions d'une supervision efficace. Ces objectifs supposent des mesures administratives suffisamment dissuasives. En effet, les sanctions pénales, qui devraient également être harmonisées, présentent l'inconvénient d'être moins rapides que les sanctions administratives. En conséquence, il est nécessaire que les sanctions administratives soient suffisamment dissuasives, en vue de mettre fin de manière efficace aux infractions aux règles nationales d'application de la directive. **Le gouvernement français recommande d'harmoniser davantage les pouvoirs de sanction des autorités de régulation entre les différents pays de l'Union européenne.**

Q32: Have you identified problems relating to multi-jurisdiction (cross-border) liability with regards to the Directive?

Aucune difficulté particulière n'a été identifiée jusqu'à présent au sujet du régime transfrontalier.

Q33: Are you aware of material differences in the way national competent authorities assess the completeness, consistency and comprehensibility of the draft prospectuses that are submitted to them for approval?

Des différences d'approche substantielles entre les autorités nationales compétentes persistent, comme devrait le démontrer la revue des pairs de l'AEMF en cours. Certaines se contentent de vérifier la complétude du prospectus, d'autres vérifient la cohérence approfondie des informations fournies, ce qui permet aux acteurs économiques d'arbitrer

entre des régimes de supervision distincts. Les pratiques pourraient notamment être harmonisées dans le cadre des travaux de l'AEMF, en ce qui concerne les facteurs de risque, la cohérence avec les sources externes, le contrôle de l'information financière, ou les informations relatives à la capitalisation et à l'endettement. Le gouvernement français sera particulièrement attentif au caractère exigeant de la revue des pairs en cours sur les procédures de visa des différents Etats Membres pour les prospectus d'offres au public de titres financiers. Ce risque de concurrence de supervision est susceptible de fragiliser la protection des investisseurs, qui constitue l'un des deux principes directeurs de la directive prospectus.

Q34: Do you see a need for further streamlining of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by NCAs?

Aucune piste d'amélioration n'a été identifiée jusqu'à present.

Q35: Should the scrutiny and approval procedure be made more transparent to the public?

Pour des raisons de confidentialité et de risques contentieux, il n'apparaît pas pertinent de rendre publiques les interactions entre le régulateur national et l'émetteur.

Q36: Would it be conceivable to allow marketing activities by the issuer in the period between the first submission of a draft prospectus and the approval of its final version, under the premise that no legally binding purchase or subscription would take place until the prospectus is approved?

Des activités de commercialisation préalable pourraient être autorisées en matière d'introduction en bourse ou d'émissions obligataires au sein des délais d'approbation par l'autorité nationale compétente fixés par l'article 13 de la directive prospectus (10 jours pour l'admission sur un marché réglementé et 20 jours pour une introduction en bourse). Néanmoins, ces activités ne devraient pas pouvoir être autorisées lorsque l'émetteur est déjà coté car la diffusion d'informations erronées pourrait porter préjudice aux investisseurs existants.

Q37: What should be the involvement of NCAs in relation to prospectuses?

La mise en place d'un contrôle *a posteriori* suppose une réactivité très forte des autorités nationales compétentes en cas de violation par l'émetteur de ses obligations. Elle fait donc peser un risque en matière de protection effective de l'investisseur. **C'est pourquoi le gouvernement français est opposé à un contrôle *a posteriori*.**

La mise en place d'un régime très simplifié pour les émissions secondaires reviendrait dans les faits à une approche fondée sur la différenciation du risque : les émetteurs ayant déjà réalisé des prospectus et se conformant aux obligations auxquelles ils sont soumises en seraient dispensés, les émetteurs manquant aux obligations requises par ce régime très simplifié ne pourraient plus en bénéficier. Cette différenciation de l'intensité du contrôle serait formalisée sur le plan juridique et explicitée, garantissant une égalité de traitement des émetteurs. **Le gouvernement français préfère donc la mise en place d'un régime *ad hoc* conduisant à une dispense révocable d'obligation de publier un prospectus pour certains émetteurs, plutôt qu'un contrôle fondé sur une hiérarchisation des risques.**

Q38: Should the decision to admit securities to trading on a regulated market (including, where applicable, to the official listing as currently provided under the Listing Directive), be more closely aligned with the approval of the prospectus and the right to passport?

En France, l'articulation entre la décision d'admission des titres à la négociation sur un marché réglementé par l'entreprise de marché et l'approbation du prospectus par l'Autorité des marchés financiers (AMF) est jugée satisfaisante. Une bonne coordination est indispensable pour prévenir le risque d'une souscription de titres par des investisseurs, alors que ceux-ci ne seraient pas autorisés par le régulateur à être échangés sur une plateforme de négociation.

Q39: a) Is the EU passporting mechanism of prospectuses functioning in an efficient way? What improvements could be made? b) Could the notification procedure set out in Article 18, between NCAs of home and host Member States be simplified (e.g. limited to the issuer merely stipulating in which Member States the offer should be valid, without any involvement from NCAs), without compromising investor protection?

Le gouvernement français considère que le mécanisme actuel de passeport européen des prospectus est satisfaisant. Une minorité des prospectus approuvés par l'AMF est concernée par le mécanisme de passeport européen (13% en 2013). Toutefois, une grande partie des prospectus ayant bénéficié de ce mécanisme ont été réalisés à l'occasion d'opérations relatives à des titres autres que de capital.

Q40: Please indicate if you would support the following changes or clarifications to the base prospectus facility:

a) Should the use of the base prospectus facility be allowed for all types of issuers and issues and the limitations of Article 5(4)(a) and (b) be removed ?

Le processus d'approbation de l'émission diffère en droit des sociétés selon qu'il s'agit d'un titre de capital ou d'une obligation. Le prospectus de base ne serait donc pas adapté aux titres de capital. **A ce titre, la France privilégie l'application d'un régime très simplifié pour les émissions secondaires à une généralisation de la possibilité de réaliser un prospectus de base aux titres non obligataires.**

b) Should the validity of the base prospectus be extended beyond one year?

L'exemption de l'obligation de publier un prospectus constitue un objectif plus ambitieux et une solution privilégiée, à ce stade, par le gouvernement français.

c) Should the Directive clarify that issuers are allowed to draw up a base prospectus as separate documents (i.e. as a tripartite prospectus), in cases where a registration document has already been filed and approved by the NCA?

Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une application du régime tripartie au prospectus de base pourrait être examinée par la France.

d) Assuming that a base prospectus may be drawn up as separate documents (i.e. as a tripartite prospectus), should it be possible for its components to be approved by different NCAs?

Au regard d'éléments complémentaires que la Commission pourrait apporter dans le cadre de son étude d'impact et des positions des différents Etats Membres, la question d'une approbation par plusieurs autorités nationales compétentes pourrait être examinée par la France.

e) Should the base prospectus facility remain unchanged?

Une majorité des parties prenantes consultées par le gouvernement français s'est prononcée en faveur d'une stabilité du prospectus de base qu'elles jugent adapté à leurs besoins. **Le gouvernement français est donc favorable au maintien du prospectus de base dans sa définition actuelle.**

Q41: How is the "tripartite regime" (Articles 5 (3) and 12) used in practice and how could it be improved to offer more flexibility to issuers?

Le régime tripartite est largement utilisé en France pour l'émission d'actions, y compris à la place du régime proportionné prévu pour les augmentations de capital avec octroi de droits préférentiels de souscription.

Q42: Should the dual regime for the determination of the home Member State for non-equity securities featured in Article 2(1)(m)(ii) be amended? If so, how?

La suppression du seuil de 1 000 € et la généralisation du libre choix de l'Etat Membre d'origine va à l'encontre de la protection des investisseurs particuliers, plus facilement protégés par une supervision de l'Etat du siège (notamment pour des raisons d'accessibilité au droit et de langue) et n'est pas justifiée par un besoin avéré de plus de flexibilité de la part des émetteurs. La suppression du seuil de 1 000 €, qui avait déjà été proposée et écartée en 2010, n'est pas opportune, d'autant que ce seuil est déjà faible. Dans la mesure où les titres au nominal inférieur à 1 000€ sont le plus souvent destinés à des particuliers sur un marché national, le maintien de la compétence de l'autorité du pays du siège social de l'émetteur est indispensable.

En outre, le gouvernement français serait favorable à ce que le principe de l'Etat Membre d'origine soit unifié en supprimant la possibilité de choisir l'Etat Membre pour les titres dont la valeur nominale unitaire dépasse le seuil de 1 000 €. A ce jour, l'émetteur peut réaliser un *arbitrage réglementaire* en choisissant son Etat Membre d'origine. Il pourrait être envisageable, comme la Commission le souhaitait lors de Prospectus I, d'imposer que le prospectus soit visé par l'autorité du siège social de l'émetteur. En effet, l'autorité de l'Etat Membre d'origine de l'émetteur pourrait être la mieux placée pour assurer efficacement sa mission de supervision. Cela mettrait fin à des possibilités d'arbitrage réglementaire et permettrait certainement d'augmenter la liquidité du marché obligataire secondaire en supprimant l'incitation à émettre des titres aux nominaux importants. La généralisation du principe de l'Etat Membre d'origine répond à un objectif de simplification du droit et correspond à une réalité empirique : les titres visés par le texte sont le plus souvent proposés au public de l'Etat membre dans lequel se trouve le siège de l'entité émettrice.

Q43: Should the options to publish a prospectus in a printed form and by insertion in a newspaper be suppressed (deletion of Article 14(2)(a) and (b), while retaining Article 14(7), i.e. a paper version could still be obtained upon request and free of charge)?

Afin de ne pas contribuer à accroître la fracture numérique en pénalisant les investisseurs qui ne maîtrisent pas les nouvelles technologies ou n'ont pas accès à Internet, il est recommandé de supprimer l'obligation de publier sous format papier un prospectus, sous réserve de l'obligation de le transmettre sous format papier en cas de demande d'un investisseur potentiel. Le nombre de demandes de transmission de prospectus en format papier étant très faible, cette obligation de transmission sous format papier sur demande représente des coûts marginaux pour les émetteurs.

Q44 : Should a single, integrated EU filing system for all prospectuses produced in the EU be created?

Le gouvernement français n'est pas défavorable par principe à la création à moyen terme d'un système d'enregistrement européen unique. Toutefois, plusieurs questions nécessitent d'être clarifiées au préalable, telles que celle des coûts de fonctionnement d'un tel système et de leur répartition, ainsi que le format retenu pour la transmission des données. Les acteurs consultés se sont montrés très hostiles au format XBRL.

En France, une base de données unique gérée par l'Autorité des marchés financiers existe déjà pour répondre aux besoins d'information des investisseurs.

Q45. What should be the essential features of such a filing system to ensure its success?

[cf Q44]

Q46. Would you support the creation of an equivalence regime in the Union for third country prospectus regimes? Please describe on which essential principles it should be based.

La mise en place d'un tel régime d'équivalence devrait en toute hypothèse être conditionnée à une stricte application du principe de réciprocité et offrir les mêmes garanties que le régime prospectus, notamment en termes de dispositions réglementaires et de modalités de supervision. En particulier, un tel régime ne saurait ouvrir l'accès à des entreprises de pays tiers caractérisés par un système réglementaire offrant des garanties moindres en termes de protection des investisseurs, de transparence et de solidité.

A ce titre, le gouvernement français est opposé à la mise en place d'un régime d'équivalence permettant aux entreprises d'investissement et aux opérateurs de marché établis dans des pays tiers et y ayant publié un prospectus d'accéder sans autre formalisme aux marchés européens. Un tel régime apparaît en effet difficile à mettre en place, dans la mesure où les problématiques de régime d'équivalence liées aux produits dérivés (EMIR) illustrent les limites de cette approche.

Q47. Assuming the prospectus regime of a third country is declared equivalent to the EU regime, how should a prospectus prepared by a third country issuer in accordance with its legislation be handled by the competent authority of the Home Member State defined in Article 2(1)(m)(iii)?

Dans l'hypothèse où un régime d'équivalence conditionné à un principe de réciprocité offrant les mêmes garanties que le régime prospectus était mis en œuvre, le gouvernement français exigerait que l'AEMF ait le pouvoir de définir les paramètres et les conditions d'équivalence telles que (i) le contenu du prospectus, (ii) le régime de responsabilité associé à la publication du prospectus, (iii) des pouvoirs de supervision et de sanctions efficaces et (iv) l'existence de règles visant à encadrer l'information des émetteurs.

Q48: Is there a need for the following terms to be (better) defined: "offer of securities to the public", "primary market" and "secondary market"?

Le gouvernement français n'a pas à ce jour été sensibilisé à la nécessité de revoir les définitions d'offre au public de titres financiers, de marché primaire et de marché secondaire et considère que la stabilité du cadre normatif est une priorité.

Q49: Are there other areas or concepts in the Directive that would benefit from further clarification?

Le gouvernement français n'a pas à ce jour été sensibilisé à la nécessité de clarifier d'autres définitions.

Q50: Can you identify any modification to the Directive, apart from those addressed above, which could add flexibility to the prospectus framework and facilitate the raising of equity or debt by companies on capital markets, whilst maintaining effective investor protection?

Non..

Q51: Can you identify any incoherence in the current Directive's provisions which may cause the prospectus framework to insufficiently protect investors?

Non.