

CONSULTATION PUBLIQUE SUR LA DETERMINATION DU NOUVEAU SEUIL NATIONAL DE PROSPECTUS ET LE REGIME D'INFORMATION APPLICABLE SOUS CE SEUIL

Dans la perspective de l'entrée en application de certaines dispositions du règlement dit « Prospectus » du 14 juin 2017¹ (ci-après le « règlement Prospectus »), la présente consultation publique porte sur :

- **la détermination du nouveau seuil à partir duquel il sera obligatoire de publier un prospectus** – conforme à la réglementation européenne – avant d'offrir au public des titres financiers ; et
- pour les offres au public qui seront inférieures à ce nouveau seuil, **le régime d'information *ad hoc* – national – qui leur sera applicable.**

Cette consultation publique est ouverte du mercredi 24 janvier au mercredi 21 février 2018. Les contributions doivent être adressées à : directiondelacommutation@amf-france.org.

Ces orientations sont rendues nécessaires dans le contexte de l'entrée en application, à compter du 21 juillet 2018, des dispositions² du règlement Prospectus relatives au seuil. Le règlement Prospectus dans son ensemble³ sera applicable un an après, soit à compter du 21 juillet 2019.

La présente consultation propose de :

- relever à 8 millions € sur 12 mois le seuil d'exigibilité du prospectus européen ;
- supprimer la condition (actuellement appliquée aux offres d'un montant compris entre 100 000 € et 5 millions €) relative à la quotité représentée par les titres de capital offerts au public qui, si elle représente plus de la majorité du capital de l'émetteur, rend obligatoire l'établissement d'un prospectus ;
- ne pas modifier la réglementation relative aux offres de financement participatif dans l'attente d'un éclaircissement des évolutions législatives européennes en la matière sauf, à la marge, en supprimant la condition prévue entre 1 million € et 2,5 millions € relative à la quotité représentée par les titres de capital offerts ;
- créer, pour les offres « directes » de titres non cotés – le cas échéant d'un montant supérieur à un certain seuil – non soumises au prospectus, un document d'information simplifié analogue au « DIRS⁴ » des offres de financement participatif (le « DIRS adapté ») ;
- prévoir la notification à l'AMF de ce « DIRS adapté », préalablement à l'offre ;
- s'agissant du possible contrôle de ce document d'information, l'alternative proposée est la suivante :
 - 1) un contrôle *a priori* et systématique à compter d'un certain montant (2,5 millions € par exemple) ; ou
 - 2) l'absence de contrôle *a priori*, un avertissement étant prévu en tête de document.

¹ Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.

² Article 1^{er}, paragraphe 3 et article 3, paragraphe 2 du règlement Prospectus.

³ Comme les dispositions relatives aux seuils, certaines dispositions du règlement Prospectus relatives aux cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus d'admission sur un marché réglementé (en cas d'admission « dilutive » inférieure à 20 % du capital) ont déjà fait l'objet d'une application anticipée depuis le 20 juillet 2017.

⁴ Document d'information réglementaire synthétique.

Il est précisé que cette consultation publique concerne uniquement le seuil à partir duquel un prospectus est dû en raison de la réalisation d'une offre au public de titres financiers (OPTF) **ne faisant pas l'objet d'une admission aux négociations sur un marché réglementé**. Il est en effet rappelé que, sauf cas d'exemption et selon les conditions (de montant et de flottant) prévues par les règles de marché d'Euronext, toute admission de titres sur un marché réglementé donne lieu à l'établissement d'un prospectus, quel que soit le montant des titres admis.

I. Les nouvelles dispositions du règlement Prospectus

1) Les bornes de détermination du seuil national de prospectus

Dès le 21 juillet 2018, les Etats membres pourront fixer un seuil d'application du prospectus entre 1 et 8 millions €. Le choix de ce seuil devra être notifié à la Commission européenne et à l'ESMA. Seront en effet applicables les dispositions suivantes du règlement Prospectus :

Article 1.3 :

« Sans préjudice du deuxième alinéa du présent paragraphe et de l'article 4, **le présent règlement ne s'applique pas à une offre au public de valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union est inférieur à 1 000 000 EUR**, ce montant étant calculé sur une période de douze mois.

« Les États membres n'étendent pas l'obligation d'établir un prospectus conformément au présent règlement aux offres au public de valeurs mobilières visées au premier alinéa du présent paragraphe. **Les États membres peuvent toutefois imposer dans ce cas d'autres obligations d'information au niveau national, dès lors qu'elles ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile.** »

Article 3.2 :

« Sans préjudice de l'article 4 (sur le prospectus volontaire), **un État membre peut décider d'exempter les offres au public de valeurs mobilières de l'obligation de publier un prospectus** (...) à condition que :

- a) ces offres ne fassent pas l'objet d'une notification conformément à l'article 25 [relatif à la possibilité de « passeporter » un prospectus] ; et
- b) **le montant total de ces offres dans l'Union soit inférieur à un montant monétaire calculé sur une période de douze mois qui ne peut dépasser 8 000 000 EUR.**

« Les États membres notifient à la Commission et à l'AEMF leur décision éventuelle d'appliquer la dérogation prévue au premier alinéa **et les modalités de sa mise en œuvre**, y compris le montant monétaire au-dessous duquel la dérogation pour les offres dans ledit État membre s'applique. Ils notifient également à la Commission et à l'AEMF toute modification ultérieure de ce montant monétaire. »

Le seuil national retenu aura donc les conséquences suivantes⁵ :

- **au-dessous de ce seuil** : un document normé par des règles « nationales » de présentation de l'offre pourra être exigé. Ce dernier **ne bénéficiera pas du passeport** ;
- **au-dessus de ce seuil** : un prospectus « européen » sera obligatoire et **éligible au passeport**⁶. Pour certains émetteurs⁷ qui réaliseraient une OPTF au-dessus de ce seuil, sera prévue la possibilité d'établir, à la place du prospectus standard, un prospectus simplifié dit « prospectus de croissance de l'Union⁸ ».

⁵ Application combinée de l'article 3.2 et de l'article 24 (sur la portée de l'approbation d'un prospectus dans l'Union).

⁶ Le passeport fonctionnera quand bien même l'offre concernée serait exemptée en vertu d'un seuil supérieur dans un Etat membre d'accueil.

⁷ Il s'agit des PME cotées sur un MTF, des sociétés de moins de 500 millions € de capitalisation cotées sur un « marché de croissance des PME » (*SME Growth Market*), et, pour des offres ne dépassant pas 20 millions €, des sociétés non cotées sur un marché réglementé ou MTF et ayant employé moins de 500 salariés durant l'exercice financier précédent.

⁸ Ce prospectus simplifié – dont le contenu est en cours d'élaboration par l'ESMA puis la Commission européenne – sera éligible au passeport.

2) Le régime d'information sous le seuil national

Sous le seuil d'un million € comme sous le seuil national, **les États membres sont libres d'appliquer un régime d'information ad hoc, proportionné et distinct du prospectus**, ainsi que le prévoient les considérants 12 et 13 et l'article 1.3 précité du règlement.

Les considérants 12 et 13 du règlement Prospectus énoncent ainsi, respectivement, que :

- « pour les offres de valeurs mobilières au public dont le montant total dans l'Union est inférieur à 1 000 000 €, le coût de l'élaboration d'un prospectus conformément au présent règlement risque d'être disproportionné par rapport au produit que devrait générer l'offre. Il est par conséquent opportun que l'obligation d'établir un prospectus au titre du présent règlement ne s'applique pas aux offres d'ampleur aussi réduite. **Les États membres ne devraient pas étendre l'obligation d'établir un prospectus conformément au présent règlement aux offres de valeurs mobilières au public dont le montant total est inférieur à ce seuil. Cependant, les États membres devraient pouvoir imposer d'autres obligations d'information au niveau national, dans la mesure où de telles obligations ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile par rapport à ces offres de valeurs mobilières** », et que ;
- « les États membres devraient pouvoir définir dans leur droit national un seuil, compris entre 1 000 000 € et 8 000 000 € et exprimé comme étant le montant total de l'offre dans l'Union sur une période de douze mois, en dessous duquel la dérogation serait applicable, compte tenu du niveau de protection des investisseurs qu'ils estiment approprié à l'échelle nationale. Toutefois, ces offres au public de valeurs mobilières ainsi exemptées ne devraient pas bénéficier du régime de passeport prévu par le présent règlement. **En-dessous de ce seuil, les États membres devraient pouvoir imposer d'autres obligations d'information au niveau national, dès lors que de telles obligations ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile par rapport à ces offres au public de valeurs mobilières qui sont exemptées. Aucune disposition du présent règlement ne devrait empêcher ces États membres d'instaurer des règles au niveau national qui permettent aux opérateurs de systèmes multilatéraux de négociation (MTF) de déterminer le contenu du document d'admission qu'un émetteur est tenu de produire lors de l'admission initiale à la négociation de ses valeurs mobilières ou les modalités de sa revue** ».

II. Le droit actuellement applicable

1) Les exemptions de prospectus

Pour mémoire, certains types de valeurs mobilières sont hors champ de la législation communautaire actuelle et à venir⁹, et plusieurs types d'offres de titres (sans admission sur un marché réglementé) sont **exemptés de publier un prospectus**¹⁰. Il s'agit en particulier des offres :

- adressées exclusivement à des investisseurs qualifiés (entendus comme clients professionnels ou contreparties éligibles au sens de la directive « MiFID 2 ») ;
- adressées à un cercle restreint de moins de 150 investisseurs non qualifiés, qui relèvent donc de la notion non juridique de « placement privé » ;
- dont le montant unitaire de souscription ou la valeur nominale des titres est d'au moins 100 000 € ; et

⁹ Il s'agit notamment (article 1.2 du règlement) :

- des parts émises par des OPC ouverts ;
- des titres de dette par un Etat européen ou une de ses autorités régionales ou locales, par certaines organisations publiques internationales, par la BCE ou par les banques centrales des États membres ;
- des parts de capital dans les banques centrales des États membres ;
- des valeurs mobilières émises par des associations bénéficiant d'un statut légal ou par des organismes à but non lucratif reconnus, en vue de se procurer les moyens nécessaires à la réalisation de leurs objectifs non lucratifs.

¹⁰ Article 1.4 du règlement Prospectus.

- des offres de financement participatif (voir plus bas).

En droit français (article L. 411-2 du code monétaire et financier), ces offres sont aujourd'hui considérées comme ne constituant pas des offres au public de titres financiers. Cette disposition a vocation à être supprimée d'ici le 21 juillet 2019 lors de l'entrée en application du règlement Prospectus, dans la mesure où son article 1.4 dispose qu'il s'agit **d'offres au public** exemptées de prospectus.

D'autres cas spécifiques d'exemption de publier un prospectus en cas d'admission sur un marché réglementé sont prévus¹¹, portant notamment sur :

- les actions émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si l'émission de ces nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital souscrit ;
- les valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'échange ou attribuées à l'occasion d'une fusion ou scission¹² ;
- les dividendes payés aux actionnaires existants sous la forme d'actions de même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes ;
- les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées aux administrateurs ou salariés anciens ou existants par leur employeur ou par une entreprise liée¹³.

2) Les offres de titres non cotés et offres sans admission sur un marché réglementé

Le seuil d'établissement du prospectus d'offre est aujourd'hui fixé à **100 000 € ou à 5 millions €** sur 12 mois, selon le type d'offre.

En dessous de 100 000 €, aucune offre au public ne donne lieu à l'établissement d'un prospectus.

Au-dessus de 5 millions €, toutes les offres doivent faire l'objet d'un prospectus d'offre (sauf cas de dispense ou d'exemption précédemment évoqués¹⁴).

En dessous de 5 millions € seules les offres dites « majoritaires »¹⁵, c'est-à-dire donnant lieu à l'émission d'une quotité de titres supérieure à 50 % du capital de l'émetteur à l'issue de l'offre, requièrent l'établissement d'un prospectus.

3) Les offres avec admission sur un marché réglementé

Une offre au public réalisée sur un marché réglementé donne généralement lieu à l'établissement d'un prospectus qui est requis au titre de l'admission des titres financiers aux négociations sur marché réglementé, sauf cas de dispense précédemment évoqués¹⁶ ou cas d'offres portant sur des titres financiers déjà admis aux négociations.

¹¹ Article 1.5 du règlement Prospectus.

¹² A ce titre, le règlement Prospectus prévoit que cette dispense est conditionnée à la publication d'un document « contenant des informations décrivant la transaction et son incidence sur l'émetteur ».

¹³ Pour autant, aux termes du règlement Prospectus, que soit publié un document « contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre ou de l'attribution ».

¹⁴ Voir l'article L. 411-2 du code monétaire et financier relatif à des cas d'offres ouvertes au public mais ne relevant pas de la définition de l'OPTF, et l'article 212-4 du RG AMF relatif aux cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus à l'occasion d'une OPTF.

¹⁵ Le I de l'article 211-2 du RG AMF dispose ainsi qu' « au sens du I de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, ne constitue pas une offre au public une offre de titres financiers présentant l'une des caractéristiques suivantes :

« 1° Son montant total dans l'Union est inférieur à 100 000 euros ou à la contre-valeur de ce montant en devises ;

« 2° Son montant total dans l'Union est compris entre 100 000 euros et 5 000 000 euros ou la contre-valeur de ces montants en devises et **elle porte sur des titres financiers qui ne représentent pas plus de 50 % du capital de l'émetteur**. Pour les titres financiers dont l'admission aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé au sens de l'article 524-1 est demandée, son montant total maximal dans l'Union peut être abaissé à 2 500 000 euros à la demande de l'entreprise de marché qui le gère ; (...) »

¹⁶ Article 211-5 du RG AMF.

Dans ces deux derniers cas particuliers, un prospectus peut être dû au titre de l'offre au public, sauf si celle-ci ne relève pas de la définition française de l'offre au public de titres financiers¹⁷ ou en cas de dispense à l'obligation d'établir un prospectus¹⁸.

4) Les offres sur les MTF

Par exception aux règles énoncées ci-dessus pour les offres inférieures à 5 millions €, si l'offre au public porte sur des titres financiers qui font l'objet d'une première demande d'admission aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé (par exemple une introduction en bourse sur le MTF **Euronext Growth** (ex-Alternext)), un **prospectus d'offre au public** est systématiquement dû si l'offre est supérieure à 2,5 millions €¹⁹.

Postérieurement à l'IPO, les règles énoncées ci-dessus s'appliquent et un prospectus peut ne pas être requis si l'offre est inférieure à 5 millions € et représente moins de 50 % du capital de l'émetteur.

Les admissions accompagnées d'une offre exemptée sur le compartiment placement privé (admission sans offre) donnent quant à elles lieu à l'établissement d'un **document d'admission** ou de présentation (« *offering circular* »), dont le contenu est défini par les règles de marché et est aujourd'hui très proche du prospectus. Ce document ne fait l'objet d'aucun contrôle ni visa de l'AMF.

Les règles du marché **Euronext Access** (ex-Marché Libre) ne prévoient pas de montant minimum d'admission, à l'exception du nouveau compartiment « Access + » pour lequel le montant exigé est d'au moins 1 million €. Un prospectus est donc requis pour toute admission avec offre au public, et un document d'admission conforme aux règles du marché en cas d'admission par placement privé.

En outre, la **position AMF 2013-03** sur la « *communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF* », fondée sur la réglementation relative aux abus de marché et qui concerne donc tous les marchés d'Euronext (marché réglementé et MTF) et **tout type d'émission exemptée de prospectus** (notamment certaines offres secondaires), a vocation à s'appliquer. Cette position prévoit un communiqué détaillé de lancement de l'opération, qui doit ainsi comporter « *toute l'information utile et suffisante*²⁰ ».

5) Les offres de financement participatif

Les **offres de financement participatif** – c'est-à-dire les offres de titres non cotés proposées par un conseiller en investissements participatifs (CIP) ou un prestataire de services d'investissement (PSI) au moyen d'un site internet d'accès progressif – ne donnent également pas lieu à l'établissement d'un prospectus, mais d'un « **document d'information réglementaire synthétique** » (DIRS).

¹⁷ Article L. 411-2 du code monétaire et financier.

¹⁸ Article 211-4 du RG AMF.

¹⁹ En application des règles du marché Euronext Growth et de l'option offerte par l'article 211-2 du RG AMF. Ce montant correspond également à celui exigé pour une admission initiale et pour le capital flottant requis.

²⁰ Notamment :

- la nature de l'opération (augmentation de capital par émission d'actions, émission de valeurs mobilières donnant accès au capital (OC, OCEANE, ORA, OBSA(AR)...)) ;
- le type d'offre (émission avec ou sans droit préférentiel de souscription, avec ou sans délai de priorité) ;
- le cadre juridique de l'émission ;
- le montant et les raisons de l'émission, l'utilisation prévue du produit de l'émission et l'impact, le cas échéant, d'une limitation de celui-ci ;
- le nombre de titres émis et le pourcentage de dilution susceptible de résulter de l'émission,
- le cas échéant, la garantie, les engagements ou intentions connus de l'émetteur, des principaux actionnaires ou d'investisseurs ;
- le cas échéant, toute information relative à des accords connexes conclus avec des souscripteurs (notamment en termes de gouvernance) ;
- le calendrier prévisionnel de l'opération.

Ce document, dont le contenu est très normé²¹, est nettement plus concis (une dizaine de pages, hors annexes) qu'un prospectus et est établi sous la responsabilité principale de l'émetteur. Il n'est accessible à l'investisseur qu'à l'issue de la procédure d'accès progressif aux détails des projets et n'est pas adressé à l'AMF ni *a fortiori* revu par elle.

A l'instar des seuils de prospectus, le plafond de ces offres²² est fonction de leur caractère « majoritaire » (1 million €) ou « minoritaire » (2,5 millions €). Les plateformes CIP, qui constituent aujourd'hui le statut dominant, ne peuvent proposer d'offres supérieures à ce montant.

Les PSI peuvent, quant à eux, proposer sur leur site internet de financement participatif une OPTF d'un montant supérieur à 2,5 millions €, moyennant l'établissement d'un prospectus ou d'un DIRS par l'émetteur concerné, selon la quotité du capital offert.

Le tableau ci-après synthétise les différents cas exposés.

Montant de l'offre sur 12 mois		100 k€	1 M€	2,5 M€	5 M€
Admission sur le marché réglementé Euronext (placement privé ou OPTF)	Prospectus (sous condition d'admission prévue par les règles de marché : 25% du flottant ou 5% représentant au moins 5 M€)				
	Admission exemptée : document d'information (selon les règles de marché)				
OPTF « directe » de titres non cotés	Pas d'information	Offre au public < 50% du capital : pas d'information			Prospectus
		Offre au public > 50% du capital : prospectus			
Offre sur un site internet de financement participatif	CIP	Offre quelle que soit la quotité du capital	Offre < 50% du capital : possible pour un CIP	Pas d'offre possible supérieure à 2,5 M€	
	PSI		DIRS non déposé à l'AMF donc sans contrôle <i>a priori</i>	Offre < 50% du capital : DIRS non contrôlé	
		Offre > 50% du capital : Prospectus			Prospectus
Admission initiale sur Euronext Growth	Pas d'admission autorisée (règles de marché)			Placement privé : document d'admission (règles de marché)	
				Offre au public : prospectus	
Admission initiale sur Euronext Access	Placement privé : document d'admission prévu par les règles de marché (admission possible uniquement à partir de 1 M€ sur Euronext Access +)				
	Pas d'information	Offre au public : prospectus (admission possible uniquement à partir de 1 M€ sur Euronext Access +)			
Offre secondaire (tout marché) en exemption de prospectus	Communiqué de presse (position 2013-03) en application de MAR, contrôlé par l'AMF				

N.B : en gris clair figurent les cas d'information allégée (prévus par la réglementation ou les règles de marché), en gris moyen les cas de prospectus.

²¹ Le format et le contenu de ce document sont précisés par les annexes à l'instruction DOC-2014-12 (actualisée le 15 novembre 2016 – <http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=III+-+Prestataires&docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F1f33fd9a-dbd5-4a22-9ffc-d13c656f5142>), tant pour les titres financiers éligibles que les minibons.

²² Prévu par l'article D. 411-2 du code monétaire et financier.

III. Les enjeux et contraintes du futur régime

Les nouvelles dispositions du règlement Prospectus offrent une occasion unique de donner un signal positif au financement des entreprises et de simplifier quelque peu l'architecture actuelle, tout en assurant une protection satisfaisante des investisseurs individuels. La détermination du futur seuil est donc tributaire des facteurs suivants :

- une volonté de **soutenir le financement de marché** par des contraintes administratives proportionnées pour les émetteurs, en particulier ceux dont les titres sont négociés sur une plateforme, qui conduirait à relever le seuil d'établissement du prospectus ;
- la protection des investisseurs confrontés aux **risques inhérents à des offres « directes » de titres non cotés** (fraude, projet non pérenne, information partielle ou orientée, structuration d'une offre de biens divers *via* une holding...), sans l'effet « disciplinaire » d'un prospectus déposé auprès d'une autorité et visé par elle ;
- la recherche d'un **équilibre entre un éventuel relèvement du seuil et l'information « infra-prospectus »** donnée sur les offres d'un montant inférieur audit seuil. La normalisation de cette information permettrait également d'en améliorer la lisibilité pour les investisseurs individuels ;
- outre l'existence et le contenu d'une telle information, se pose la question de son possible **contrôle** et de ses modalités (*a priori* ou *a posteriori*) ;
- en termes d'attractivité de la place française, les **choix réalisés par nos principaux partenaires européens** ;
- l'opportunité de **ne pas pénaliser le financement participatif**, dont l'intermédiation par un professionnel dûment enregistré présente certaines garanties, par rapport à des offres directes, d'information et de sélection en amont de projets crédibles.

IV. La nouvelle architecture proposée

La proposition de l'AMF repose sur deux piliers :

- une exemption de prospectus d'offre au public jusqu'au seuil maximum permis par le règlement Prospectus, soit **8 millions € sur 12 mois**, accompagnée d'une suppression du critère actuel de 50 % du capital ;
- un **régime allégé d'information pour les offres inférieures à ce seuil**, selon des modalités déjà existantes (offres de financement participatif) ou nouvelles, s'agissant des offres non intermédiées de titres non cotés. **Plusieurs options sont proposées sur le seuil d'établissement et sur les modalités de contrôle** de cette information.

1) Le relèvement du seuil d'établissement du prospectus d'offre au public

Il est proposé d'utiliser pleinement la faculté offerte par le nouveau règlement Prospectus et de relever le seuil d'établissement d'un prospectus d'offre au public à **8 millions € sur 12 mois glissants**. Cette modification a pour objet, dans un objectif d'attractivité et de soutien au financement des PME, **d'alléger la charge administrative pesant sur les émetteurs**, en particulier ceux cotés sur un marché.

Il est également proposé de **supprimer la condition²³ relative au seuil de 50 % du capital** pour les offres comprises entre 100 000 € (seuil actuel) et 8 millions € (compte tenu du nouveau seuil national proposé), afin de simplifier le dispositif français.

²³ Cette condition est prévue à l'article L. 411-2, I, 1) du code monétaire et financier qui fait référence à une offre « *dont le montant total est inférieur à un montant fixé par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ou à un montant et une quotité du capital de l'émetteur fixés par le règlement général* ».

L'article 211-2 du RG AMF précise que « *son montant total dans l'Union est compris entre 100 000 euros et 5 000 000 euros ou la contre-valeur de ces montants en devises et elle porte sur des titres financiers qui ne représentent pas plus de 50 % du capital de l'émetteur* »

Question 1 :

Approuvez-vous le principe d'un nouveau seuil d'établissement du prospectus d'offre au public à 8 millions € sur 12 mois ?

Si non, quel serait selon vous le seuil pertinent ?

Question 2 :

Approuvez-vous la suppression de la condition de 50 % du capital qui détermine aujourd'hui l'obligation de publier un prospectus pour les offres comprises entre 100 000 € et 5 millions € ?

Ce nouveau seuil a vocation à s'appliquer aux émetteurs dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché, réglementé ou non. Pour ces émetteurs cotés, l'**information exigible sous ce nouveau seuil sera fonction :**

- d'une part, **des règles applicables aux différents marchés**, qui fixent leurs conditions d'admission et conditionnent l'établissement d'un prospectus sur le marché réglementé²⁴ Euronext ou d'un document spécifique d'admission sur les marchés non réglementés Euronext Growth et Euronext Access ; et
- d'autre part, de la **réglementation sur les abus de marché** dont l'application – dans le cas particulier d'une offre au public (et, le cas échéant, d'une admission exemptée) ne donnant pas lieu à un prospectus – est rappelée par la **position AMF n° 2013-03**, précitée.

2) L'aménagement du régime du financement participatif

Le régime des offres de financement participatif serait globalement inchangé, avec le maintien du plafond de 2,5 millions € sur 12 mois et du **régime existant d'information**, consistant en l'établissement d'un DIRS non notifié ni contrôlé par l'AMF. Cette stabilité est motivée tant par les incertitudes entourant la perspective d'un régime européen harmonisé pour le financement en titres et en prêts²⁵ que par les montants moyens constatés d'offres de titres²⁶.

Dans un souci de simplification et de cohérence, il est toutefois proposé de **supprimer** (par modification de l'article D. 411-2 du code monétaire et financier) **la condition de 50 %** du capital, conduisant à **ne retenir plus qu'un seul seuil, de 2,5 millions € sur 12 mois**²⁷. Cette suppression aura pour effet de permettre, sur un site internet de financement participatif géré par un CIP, la présentation d'offres portant sur des émetteurs dont le contrôle du capital pourrait changer à l'issue de l'offre.

Question 3 :

Approuvez-vous le maintien du plafond de 2,5 millions € pour les offres de financement participatif, dans l'attente d'une clarification du futur régime européen applicable aux offres de financement participatif transfrontières ?

Question 4 :

Approuvez-vous la suppression du seuil de 50 % du capital qui conditionne le plafond, de 1 million € ou 2,5 millions €, applicable aux offres de financement participatif ?

²⁴ Ou d'un document d'information *ad hoc*, s'agissant des admissions sur un marché réglementé exemptées de prospectus aux termes des dispositions européennes.

²⁵ Cf. l'étude d'impact publiée par la Commission européenne le 30 octobre 2017 : https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649_en.

²⁶ Selon le baromètre établi par KPMG et Financement Participatif France, les montants moyens de collecte par projet en 2017 atteignaient 417 780 € pour les titres de capital et 487 395 € pour les obligations.

²⁷ Le seuil de 2,5 millions € est un seuil relatif uniquement au montant maximum des offres pouvant être présentées sur un site internet de financement participatif d'un CIP. Il ne constitue pas le seuil à partir duquel un prospectus serait dû. Il n'y aurait donc pas deux seuils d'exemption de prospectus mais bien un seul, à savoir 8 millions €.

3) La création d'un document d'information allégé pour les offres de titres non cotés non soumises au prospectus

Le relèvement du seuil d'établissement du prospectus est susceptible d'entraîner des **conséquences non négligeables sur l'information et la protection des investisseurs, particulièrement pour les offres de titres non cotés** qui n'ont pas été sélectionnées par une plateforme de financement participatif. Ces offres sont, par nature, davantage tournées vers un financement majoritaire et donc aujourd'hui théoriquement soumises au prospectus dès 100 000 €, ce qui ne serait plus le cas dans la réforme proposée. Le caractère *a priori* plus risqué de ces offres avait également motivé les dispositions introduites par la loi « Sapin 2²⁸ » en décembre 2016, qui permettent de sanctionner les offres au public irrégulières de titres non cotés (au regard du prospectus) et de financement participatif²⁹.

Il est donc proposé de **créer un régime d'information allégé pour les offres directes de titres non cotés**.

Le contenu de ce nouveau document d'information allégé serait **directement repris du document en vigueur pour les offres de financement participatif**, le « DIRS », moyennant la suppression de certaines mentions relatives à la plateforme et quelques adaptations (telles que les modalités de souscription). Ce DIRS « adapté » pourrait le cas échéant recevoir une autre dénomination, telle que « document synthétique d'information ». Un **avertissement** serait systématiquement inséré en tête de ce « DIRS adapté », dont le contenu serait fonction de l'exercice ou non d'un contrôle (*cf. infra*).

Question 5 :

Approuvez-vous la création d'un document d'information allégé pour les offres directes au public de titres non cotés qui ne sont pas présentées sur une plateforme de financement participatif ?

Question 6 :

Un format et un contenu semblables à ceux du DIRS des offres de financement participatif vous semblent-ils adaptés ?

Question 7 :

Quelle pourrait être la dénomination du futur document d'information ?

4) Le seuil d'application du nouveau régime d'information et les modalités de notification des offres à l'AMF

Il importe de déterminer si le nouveau régime d'information devrait ou non s'appliquer à toutes les offres directes de titres non cotés, quel que soit leur montant, à l'instar des offres de financement participatif. Ce champ doit être apprécié à l'aune de l'exigence de proportionnalité prévue par le règlement Prospectus et du risque structurel pour les investisseurs de détail.

A ce titre, **il est proposé d'exempter les offres de faible montant de cette obligation, en fixant le seuil d'établissement du « DIRS adapté » à 100 000 €**, par cohérence avec le seuil minimal actuel de la directive Prospectus. Alternativement, ce seuil d'information obligatoire pourrait être établi à **1 million €**, par alignement sur le seuil minimal de prospectus prévu par le règlement Prospectus.

Dans une perspective de connaissance du marché, il est également proposé que soient **notifiées à l'AMF, avant leur réalisation, l'ensemble des offres directes** de titres non cotés exemptées de prospectus, **accompagnées du document d'information** (ou « DIRS adapté ») dont elles font, le cas échéant, l'objet. Selon le champ d'application évoqué *supra*, les offres exemptées d'une obligation d'information seraient simplement notifiées à l'AMF *via* une adresse mail dédiée, en mentionnant des

²⁸ Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

²⁹ Cette loi a ainsi modifié l'article L. 621-15, II, e) du code monétaire et financier pour étendre la compétence de la commission des sanctions en l'habilitant à sanctionner tout type de manquement commis à l'occasion d'une offre au public de titres financiers non cotés ou d'une offre présentée sur une plateforme de financement participatif.

informations essentielles telles que l'identité et les coordonnées de l'émetteur ainsi que le montant de l'offre et la nature des titres émis.

Question 8 :

Approuvez-vous le principe de l'absence d'exigence d'information pour les offres directes de faible montant ?

Si oui, lequel des deux seuils – 100 000 € ou 1 million € sur 12 mois – vous semble adapté ?

Si non, précisez les raisons pour lesquelles toutes les offres devraient faire l'objet d'une information normée.

Question 9 :

Approuvez-vous l'obligation de notifier à l'AMF, avant leur réalisation, toutes les offres directes de titres non cotés, qu'elles soient ou non soumises à une obligation d'information ?

Question 10 :

Selon le champ qui sera applicable aux offres directes, approuvez-vous le principe d'une transmission à l'AMF du document d'information ?

5) Les deux options relatives au contrôle du « DIRS adapté »

Une des questions les plus sensibles, car cristallisant les contradictions potentielles entre la proportionnalité des contraintes et la protection de l'investisseur, a trait à l'exercice ou non d'un *contrôle a priori* de l'AMF sur le « DIRS adapté » pour les offres directes. Les deux options suivantes sont ainsi envisagées.

1) Option 1 : contrôle et visa *a priori* de toutes les offres d'un montant supérieur à un certain seuil, par exemple 2,5 millions €

Cette option met en avant la protection de l'investisseur de détail et l'effet disciplinaire exercé par un contrôle et un visa de l'AMF. **Il est proposé que soient ainsi contrôlées et visées par l'AMF toutes les offres d'un montant supérieur à 2,5 millions € sur 12 mois**, par cohérence avec le plafond du financement participatif et le seuil minimal d'admission sur Euronext Growth. Les principales modalités de ce contrôle seraient les suivantes :

- le dépôt auprès de l'AMF, pour visa préalable, de tous les « DIRS adaptés » afférents à des offres supérieures à ce montant, ainsi que de **l'éventuelle documentation commerciale** relative à l'offre ;
- un contrôle de cohérence, propre à détecter les risques non, ou mal, communiqués aux investisseurs ;
- un **avertissement** en tête du document, analogue à celui figurant dans le prospectus, précisant que la revue de l'AMF n'emporte pas approbation de l'opération ;
- un délai de revue de 10 jours ouvrés à compter du dépôt du document, plus court que pour un prospectus (20 jours en cas de première admission) compte tenu de la taille du document et du périmètre de la revue. Comme pour les prospectus, ce délai pourrait être suspendu en cas de documentation incomplète.

2) Option 2 : aucun contrôle *a priori*

Cette option plus simple repose sur le postulat que la protection de l'investisseur est au moins autant assurée par un avertissement explicite dans le document d'information que par un contrôle *a priori* qui ne peut être que de conformité et de cohérence.

Tout DIRS d'offre directe ne serait pas contrôlé par l'AMF, mais simplement notifié (voir plus haut). Il devrait comporter un **avertissement** clair en tête de document précisant que celui-ci n'a fait l'objet d'aucun contrôle de l'AMF ni d'un intermédiaire financier agréé (tel qu'un CIP ou PSI). L'AMF n'exercerait qu'un contrôle *a posteriori*, par exemple selon une approche par les risques.

Question 11 :

Approuvez-vous l'option 1 (contrôle et visa systématiques *a priori* du document d'information à partir d'un certain montant) ou l'option 2 (contrôle exclusivement *a posteriori* du document) ? Explicitez les raisons.

Question 12 :

Si vous approuvez l'option 1, quel est votre avis sur :

- le principe d'un contrôle systématique à partir d'un certain montant ?
- la fixation d'un tel seuil à 2,5 millions € sur 12 mois ?
- le dépôt, avec le document d'information (DIRS « adapté »), de l'éventuelle documentation commerciale relative à l'offre ?
- le principe et le contenu d'un avertissement sur la portée du contrôle de l'AMF ?
- le délai de revue de 10 jours, suspendu en cas d'incomplétude ?

Question 13 :

Si vous approuvez l'option 2, quel est votre avis sur le principe et le contenu de l'avertissement en tête de document ?

6) Les mesures administratives et de sanction des offres directes irrégulières

Ce nouveau dispositif suppose d'étendre le régime de sanction applicable, en particulier dans le cas d'une absence de contrôle *a priori* du document d'information. Il importe également que l'AMF puisse, le cas échéant, suspendre une offre irrégulière en cours et informer le public des risques encourus par certaines offres. Il est ainsi proposé :

- **d'étendre** (par modification de l'article L. 621-8-1 du code monétaire et financier) **la faculté existante d'interdire ou de suspendre une offre au public irrégulière en cours aux offres exemptées de prospectus qui seraient irrégulières** (c'est-à-dire réalisées sans DIRS ou avec un DIRS irrégulier) ;
- que l'AMF puisse mener en parallèle des **actions préventives d'information**, telles que la publication de communiqués de presse d'alerte et de « listes noires » d'offres irrégulières constatées ;
- de prévoir (par modification de l'article L. 621-15 II e) du code monétaire et financier) **la compétence de la commission des sanctions de l'AMF pour sanctionner ces offres irrégulières** et corrélativement que des enquêtes relativement à ces offres puissent être menées (modification de l'article L. 621-9, I, alinéa 2 du même code)

Question 14 :

Approuvez-vous l'extension de la faculté de suspension ou d'interdiction d'une offre au public irrégulière aux offres directes de titres non cotés irrégulières ?

Question 15 :

Approuvez-vous l'extension de la compétence de la commission des sanctions aux offres directes de titres non cotés irrégulières ?

Question 16 :

Estimez-vous nécessaire que l'AMF puisse, en parallèle, informer le public d'offres irrégulières en cours qui auraient été détectées, par exemple en publiant des alertes et « listes noires » ?

La proposition d'ensemble, incluant l'alternative sur un seuil d'exigence du DIRS et les deux options de contrôle, peut être synthétisée comme suit.

Montant de l'offre sur 12 mois	100 k€	1 M€	2,5 M€	8 M€
Admission sur le marché réglementé Euronext (placement privé ou OPTF)	Prospectus (sous condition d'admission prévue par les règles de marché : 25 % du flottant ou 5 % représentant au moins 5 M€)			
	Admission exemptée : document d'information (selon les règles de marché)			
Offre « directe » de titres non cotés	Pas d'information (option)	Pas d'information (option)	« DIRS adapté » <u>non contrôlé</u> par l'AMF (option 1)	« DIRS adapté » <u>contrôlé</u> par l'AMF (option 1)
	« DIRS adapté » au 1 ^{er} euro (option)		Diffusion d'un « DIRS adapté » <u>non contrôlé</u> par l'AMF (option 2)	
Offre sur un site internet de financement participatif (CIP ou PSI)	DIRS non notifié et non revu par l'AMF Suppression de la condition de 50 %			CIP : pas d'offre supérieure à 2,5 M€
				PSI : DIRS non notifié et non revu par l'AMF
Admission initiale sur Euronext Growth	Pas d'admission initiale autorisée (règles de marché)			Placement privé : document d'admission (selon les règles de marché)
				Offre au public : document d'admission (selon les règles de marché)
Admission initiale sur Euronext Access	Placement privé : document d'admission prévu par les règles de marché (admission possible uniquement à partir de 1 M€ sur Euronext Access +)			Offre au public : prospectus
	Offre au public : document d'admission prévu par les règles de marché (admission possible uniquement à partir de 1 M€ sur Euronext Access +)			Offre au public : prospectus
Offre secondaire sur tout marché en exemption de prospectus	Communiqué de presse (position 2013-03) en application de MAR, contrôlé par l'AMF			

N.B : en gris clair figurent les cas d'information allégée (contrôlée ou non, prévue par la réglementation ou les règles de marché), en gris moyen les cas de prospectus.

*

*

*

ANNEXE – RECAPITULATIF DES QUESTIONS DE LA CONSULTATION

Question 1 :

Approuvez-vous le principe d'un nouveau seuil d'établissement du prospectus d'offre au public à 8 millions € sur 12 mois ?

Si non, quel serait selon vous le seuil pertinent ?

Question 2 :

Approuvez-vous la suppression de la condition de 50 % du capital qui détermine aujourd'hui l'obligation de publier un prospectus pour les offres comprises entre 100 000 € et 5 millions € ?

Question 3 :

Approuvez-vous le maintien du plafond de 2,5 millions € pour les offres de financement participatif, dans l'attente d'une clarification du futur régime européen applicable aux offres de financement participatif transfrontières ?

Question 4 :

Approuvez-vous la suppression du seuil de 50 % du capital qui conditionne le plafond, de 1 million € ou 2,5 millions €, applicable aux offres de financement participatif ?

Question 5 :

Approuvez-vous la création d'un document d'information allégé pour les offres directes au public de titres non cotés qui ne sont pas présentées sur une plateforme de financement participatif ?

Question 6 :

Un format et un contenu semblables à ceux du DIRS des offres de financement participatif vous semblent-ils adaptés ?

Question 7 :

Quelle pourrait être la dénomination du futur document d'information ?

Question 8 :

Approuvez-vous le principe de l'absence d'exigence d'information pour les offres directes de faible montant ?

Si oui, lequel des deux seuils – 100 000 € ou 1 million € sur 12 mois – vous semble adapté ?

Si non, précisez les raisons pour lesquelles toutes les offres devraient faire l'objet d'une information normée.

Question 9 :

Approuvez-vous l'obligation de notifier à l'AMF, avant leur réalisation, toutes les offres directes de titres non cotés, qu'elles soient ou non soumises à une obligation d'information ?

Question 10 :

Selon le champ qui sera applicable aux offres directes, approuvez-vous le principe d'une transmission à l'AMF du document d'information ?

Question 11 :

Approuvez-vous l'option 1 (contrôle et visa systématiques a priori du document d'information à partir d'un certain montant) ou l'option 2 (contrôle exclusivement a posteriori du document) ? Explicitez les raisons.

Question 12 :

Si vous approuvez l'option 1, quel est votre avis sur :

- le principe d'un contrôle systématique à partir d'un certain montant ?
- la fixation d'un tel seuil à 2,5 millions € sur 12 mois ?
- le dépôt, avec le document d'information (DIRS « adapté »), de l'éventuelle documentation commerciale relative à l'offre ?

- le principe et le contenu d'un avertissement sur la portée du contrôle de l'AMF ?
- le délai de revue de 10 jours, suspendu en cas d'incomplétude ?

Question 13 :

Si vous approuvez l'option 2, quel est votre avis sur le principe et le contenu de l'avertissement en tête de document ?

Question 14 :

Approuvez-vous l'extension de la faculté de suspension ou d'interdiction d'une offre au public irrégulière aux offres directes de titres non cotés irrégulières ?

Question 15 :

Approuvez-vous l'extension de la compétence de la commission des sanctions aux offres directes de titres non cotés irrégulières ?

Question 16 :

Estimez-vous nécessaire que l'AMF puisse, en parallèle, informer le public d'offres irrégulières en cours qui auraient été détectées, par exemple en publiant des alertes et « listes noires » ?