

Les membres de la SFAF reconnaissent le prospectus comme un outil fondamental de la connaissance de base d'un émetteur. Le prospectus a sa logique et aussi ses limites. En effet, il recense des informations passées et présentes et les informations de prospective ne sont pas son objet. Or, le marché boursier fonctionne avec des perspectives et non avec du passé fut-il présent.

Un investisseur a donc besoin d'un autre document qui puisse positionner l'émetteur dans son environnement concurrentiel et analyser ses forces et ses faiblesses. C'est le travail de l'analyste financier *sell-side* qui réalise un travail de recherche. Ce document est un document de base pour son travail de recherche.

La SFAF rappelle que le prospectus vise un public hétérogène.

Il y a le professionnel et le public. Leur besoin n'est pas identique.

Et même du côté des professionnels, le monde de l'analyse et celui de la gestion ne se recouvrent pas puisque chacun répond à une logique propre. Cette différenciation peut provenir de la taille de l'émetteur (grandes valeurs versus petites valeurs), de l'analyse elle-même, analyse financière classique versus analyse ESG, immatérielle. Et même pour l'analyse ESG, certains peuvent vouloir mettre l'accent sur des critères environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Cette diversité de l'analyse se retrouve dans le monde de la gestion. Certains gérants peuvent vouloir privilégier certains critères (valeurs moyennes, sectoriels, environnementaux...).

La SFAF souhaite souligner aussi que la population des émetteurs de par ses activités, sa taille, sa gestion, sa gouvernance, sa réglementation est aussi hétérogène. Le but du prospectus est de souligner pour l'investisseur le *business model* de l'émetteur avec ses obligations, mais aussi ses risques.

La société qui fait appel au marché se doit de communiquer à ses actionnaires ou ses futurs actionnaires les éléments fondamentaux qui en font sa richesse. Il montre ainsi son respect vis-à-vis de ses actionnaires et de ses futurs actionnaires. Il ouvrirait son capital à un *hedge fund*, il se devrait de la même façon de faire un *reporting* précis et méthodique de ses activités et de ses perspectives. La comparabilité des coûts, de la mise en place de procédures et de comptabilité analytique très précises n'est que rarement faite et cette analyse pourrait ne pas être au détriment de l'appel au marché financier public.

En réalisant le prospectus, la société montre aussi sa capacité à communiquer, à présenter ses forces et ses faiblesses, à changer de paradigme. Elle prend la juste mesure de ce qui lui sera demandé constamment et donc à s'organiser en conséquence. Cet investissement humain et immatériel n'est pas souligné dans la consultation. Or, la société témoigne de sa volonté de s'inscrire dans la durée et prendre les moyens pour assurer une croissance raisonnée et de long terme.

La SFAF rappelle que la bourse est la meilleure école de la prise de risque, en quelque sorte développe une pédagogie du risque. Tout le monde peut acheter des actions et, en contrepartie du risque encouru, peut bénéficier de la plus-value. Le rôle des analystes est de peser les risques, les évaluer. Il ne consiste pas à les réduire.

Question 1 : Le principe d'avoir un prospectus quand les titres sont admis sur un marché réglementé et offert au public est-il toujours valable ? En principe, un prospectus est nécessaire :

- *pour une admission sur un marché réglementé*
- *lors d'une offre au public ?*

Devrait-on accorder un traitement différent selon le type d'opération (c'est-à-dire, différents types de prospectus selon que c'est une admission au marché ou une offre au public). Si oui, précisez.

Le principe d'exigence d'un prospectus lorsque des titres sont proposés au public ou sur un marché réglementé ou régulé doit être maintenu. L'investisseur doit recevoir une information claire, objective et transparente, soumise au contrôle de l'Autorité nationale de marchés. Ce contrôle doit permettre de s'assurer que l'information de l'émetteur répond au plan formalisé par la Directive précédente. Ainsi l'investisseur est assuré de recevoir une information homogène et comparable. Les piliers de la transparence de l'information réglementée sont l'accessibilité, la précision, la comparabilité et la disponibilité.

L'investisseur professionnel est à même de compléter cette base d'information en contactant les responsables de l'émetteur, chose que le public en général ne peut faire.

En France, la réglementation exige que le public ait une quote-part qui lui soit réservée. Cette disposition vient renforcer le fait que qu'un prospectus soit obligatoire lors de toute émission.

La SFAF toutefois souhaite rappeler que le prospectus est un document factuel qui permet de prendre connaissances de réalités présentes et passées et ne contient que très peu d'informations sur le futur de l'entreprise. Il est donc important de revenir vers une présentation de faits et non de formulations juridiques.

La pratique qui s'est peu à peu instaurée en Europe de diffusion des informations sur un émetteur va à l'encontre des besoins de l'investisseur. Calquée sur des principes de précaution et de pure défense du consommateur, s'est instaurée une période de *black-out* pour la diffusion de la recherche par les introducteurs. Or les délais de décision d'investissement et le coût élevé d'une analyse réalisée par un *broker* empêchent de réaliser parallèlement une expertise indépendante. L'investisseur potentiel est donc laissé à l'abandon de s'en remettre à l'information procurée par les introducteurs ou à une méconnaissance de l'émetteur s'il n'est pas client d'un des Prestataires de Services d'Investissement promoteurs de l'opération.

La SFAF estime donc que le prospectus est essentiel à la connaissance de l'émetteur et qu'il doit être réalisé que ce soit sur un marché régulé ou réglementé et qu'il concerne un public d'investisseurs professionnels ou non professionnels.

Mais le prospectus n'est pas suffisant pour l'investisseur. L'émetteur doit s'assurer que l'information le concernant soit appuyée d'une communication adéquate selon le type de public professionnel ou non, et d'une diffusion d'une note d'analyse financière indépendante. Par exemple, depuis les années 1980, la SFAF a développé une pratique de réunions de Place financière à Paris pour mettre en relation émetteurs et analystes et gérants, surtout lors des appels au marché. La SFAF réalise plus de 700 réunions par an avec les émetteurs dont l'immense majorité avec des PME et ETI cotés (parfois non cotés) sur Euronext et Alternext ou sur une autre plateforme.

Si l'émetteur est connu du marché et qu'il réalise une opération secondaire, le prospectus peut être allégé dans une certaine mesure.

Question 2 : Dans le but de mieux comprendre les coûts induits par le régime du prospectus,

- *Estimez le coût de réalisation des prospectus suivants*
 - *Prospectus action*
 - *Prospectus autres titres*
 - *Prospectus base*
 - *Prospectus d'introduction en bourse*
- *Quelle est la part, en pourcentage, des coûts suivants sur le coût total d'un prospectus :*

- *Coûts internes de l'émetteur*
- *Coûts d'audit*
- *Commissions juridiques*
- *Commissions aux autorités compétentes*
- *Autres coûts*

La SFAF a interrogé ses membres analystes et gérants ou *corporates* et en particulier ceux qui suivent les valeurs moyennes. Le prospectus étant la colonne vertébrale de toute opération financière, il s'ensuit que s'agrange autour de ce concept le coût total de l'opération envisagée. Il est évident que plus une opération est d'un faible montant et plus la taille de l'émetteur est petite, plus les coûts paraîtront élevés.

Le coût d'un prospectus est fonction de différentes variables directes et indirectes supportées par l'émetteur. Le pool introducteur est en charge de réaliser le prospectus et ce coût est intégré dans la commission de direction de l'opération financière. Si celle-ci est explicite et claire, il faut y rajouter les différents coûts liés au temps passé par les membres de la Direction de l'émetteur, à la supervision comptable et juridique.

Le temps de réalisation d'un prospectus est d'environ de deux mois de travail auxquels il faut rajouter un même nombre de mois d'instruction. Le temps passé par la Direction générale doit être pris en compte pour une bonne approche du coût réel de fabrication du prospectus.

La pratique du prospectus n'est pas homogène en Europe, allant d'un document de quelques pages à 200 à 300 pages pour des petites et moyennes capitalisations à près de 500 à 600 pages pour les plus grosses.

Chaque paragraphe du prospectus, pris individuellement, contient des recommandations qui apparaissent nécessaires à la compréhension du dossier par l'analyste et l'investisseur. Une suppression d'un quelconque paragraphe n'est donc pas envisageable.

La SFAF estime que la rédaction du prospectus n'a plus la valeur de faire comprendre à l'analyste et à l'investisseur les éléments fondateurs de la richesse de l'entreprise. De plus en plus de parties ont pour but de protéger soit l'autorité nationale soit l'émetteur de toute action ou plainte de groupe ou de toute action ou plainte d'un investisseur ou d'un consommateur.

La bourse qui est la meilleure école de la prise de risque est déviée de sa mission principale. L'exemple le plus flagrant concerne le chapitre 4 sur le risque.

L'empilement des risques, la terminologie employée ne protègent en rien l'investisseur. Sur ce chapitre, ramener à des faits les réponses aux questions au lieu de cette logorrhée juridique gagnerait temps et coût. Il serait de loin préférable que le chef d'entreprise définisse les 5 à 10 plus gros risques potentiels de l'entreprise plutôt que cet empilement de risques qui s'incrémente sans cesse.

Les coûts d'une levée de fonds et ou d'une introduction se voient augmentés des frais de conseil juridique qui étaient moins élevés autrefois sans pour autant que les commissions dues aux introducteurs n'aient baissé.

La SFAF rappelle que les coûts de communication participent aussi d'une volonté de l'émetteur d'augmenter sa visibilité, sa notoriété tant auprès des investisseurs que de ses clients et de ses fournisseurs. Aussi, certaines dépenses de communication ne concernent pas seulement l'opération financière mais consiste à installer l'émetteur et à le rendre visible sur le marché.

En conséquence, même si le coût du prospectus peut paraître élevé, même si d'aucuns déclarent qu'il n'est jamais lu, les professionnels de la SFAF font référence constamment au prospectus. C'est en effet un

document de synthèse et de base vers lequel le professionnel se dirige pour avoir une ébauche de réponse à ses questions.

Question 4 : Les seuils d'exemptions prévus aux articles 1(2)(b), 1(2)(f), 3(2)(b), 3(2)(c) et (d) doivent-ils être relevés afin d'élargir le champ des offres qui seraient exemptées ? Dans l'affirmative, dans quelle proportion ? La réponse doit être justifiée.

La SFAF estime que les limites proposées sont justes et qu'il n'est pas nécessaire de les ajuster.

Question 5 : L'harmonisation dans les domaines laissés à la discrétion des Etats membres présente-t-elle des avantages, en offrant une flexibilité plus grande aux Etats membres d'exiger un prospectus pour les offres inférieures à 5 millions d'euros ?

Les coûts inhérents à une opération financière de ce montant ou d'un montant inférieur paraissent disproportionnés aux avantages tirés d'une opération financière de faible montant.

Question 6 : Convient-il d'inclure dans le champ de la directive d'autres valeurs mobilières que celles mentionnées à l'article 2(1)(a), c'est-à-dire les valeurs mobilières telles que définies à l'article 1, point 4), de la directive 93/22/CEE, à l'exception des instruments du marché monétaire tels que définis à l'article , point 5), de la directive 93/22/CEE et dont l'échéance est inférieure à douze mois ?

Sous réserve d'un intérêt pour le marché ou de la cotation dans un pays tiers de titres étrangers de même valeur que l'action ou l'obligation, la SFAF n'est pas opposé à une telle extension.

Question 7 : Est-ce qu'il y a d'autres catégories d'offres et d'admission à la négociation qui pourraient être exemptées de l'exigence d'un prospectus sans diminuer la protection des consommateurs ?

Question 8 : Etes-vous d'avis que si la publication d'un prospectus complet est nécessaire en cas d'offre initiale de titres au public, l'obligation de préparer un prospectus pourrait être réduite, voire supprimée, pour les émissions secondaires de titres identiques, à la condition que les mises à jour d'informations pertinentes soient rendues disponibles par l'émetteur ?

La SFAF appuie la recommandation de ne pas réaliser un nouveau prospectus lors d'une nouvelle émission de titres identiques fongibles.

Si cette nouvelle opération s'effectue dans un délai supérieur à 6 mois, la SFAF demande que l'émetteur actualise seulement les données liées à son activité et que tout fait significatif le concernant soit publié. Cette opération d'actualisation s'inscrit dans l'obligation d'information réglementée dictée par la Directive Transparence notamment.

Question 9 : Comment l'article 4(2) (a) pourrait être réécrit en vue de satisfaire ces objectifs ? Le seuil de 10 % devrait-il être relevé ? L'exemption devrait-elle s'appliquer aux émissions secondaires de titres fongibles, indépendamment de la proportion de titres déjà émis ?

La SFAF appuie la demande d'amendement de l'article 4(2)a pour atteindre un taux de 20 % si le prospectus d'origine stipule expressément cette possibilité. Au-delà, un risque de dilution de l'actionnaire existe et l'émetteur doit pouvoir avoir la faculté de réaliser l'opération envisagée à condition que les droits des actionnaires anciens soient préservés.

En particulier, la SFAF propose que les exigences de la Directive prospectus soient alignées sur celles de la Directive Transparence ce qui permettrait l'incorporation par référence systématique des informations déjà publiées.

Question 10 : Si l'exemption pour les émissions secondaires était subordonnée à l'établissement d'un prospectus au cours d'une période antérieure prédéterminée, quelle durée conviendrait-il de retenir ?

La SFAF estime qu'un prospectus pourrait avoir une validité de deux années.

Question 11 : Êtes-vous d'avis qu'un prospectus doit être exigé pour les titres admis à la négociation sur une plate-forme multilatérale de négociation ?

La protection des épargnants mise en avant par la Commission européenne n'est pas sécable en fonction du marché sur lequel l'émetteur fait négocier ses titres. En conséquence, la SFAF estime que, quel que soit le marché, un prospectus est nécessaire lors de l'opération financière, introduction, inscription ou levée de fonds. Il serait souhaitable que les MTF exclues par la Directive Transparence rejoignent le droit commun.

Question 12 : Dans l'hypothèse où le champ d'application de la directive serait étendu à l'admission à la négociation sur de telles plates-formes, êtes-vous d'avis que le régime d'information proportionnée devrait s'appliquer ?

Il serait opportun selon la SFAF que cette extension soit réalisée selon un régime d'information proportionnée.

Question 13 : Est-ce que les fonds d'investissement à long terme ainsi que certains fonds européens de capital-risque et fonds d'entrepreneuriat social européen, à capital fixe et commercialisés à des investisseurs non professionnels, doivent être exemptés de l'exigence d'un prospectus, tout en restant soumis aux exigences des publications prévues par les législations spécifiques qui s'appliquent à ce type de fonds, ainsi qu'à celles prévues par le règlement sur le document d'informations clés ?

La Directive Prospectus actuelle exclut les parts de fonds d'investissement collectif à capital variable de son champ d'application. L'exemption de prospectus s'applique aux offres de titres faites aux investisseurs qualifiés.

Considérés comme des titres négociables, les parts de fonds d'investissement collectif à capital fixe peuvent entrer dans le champ d'application de la Directive Prospectus et d'être soumises ainsi à l'exigence d'un prospectus dans le cas où elles sont offertes à plus de 150 personnes autres que les investisseurs qualifiés.

Le projet de règlement sur les fonds d'investissement européens à long terme prévoit l'exigence d'un prospectus pour l'ensemble des fonds.

La SFAF relève ainsi une absence d'homogénéité de comportement réglementaire et que certains fonds pourraient se voir appliquer l'exigence d'un prospectus, d'un document d'informations clés (PRIIPs) et la divulgation des informations relevant de la législation sectorielle (Directive 2011/61 sur les gestionnaires de FIA). La SFAF soutient l'initiative européenne d'exemption de prospectus et de mise en cohérence des différents textes.

Question 14 : Convient-il d'étendre le champ de l'exemption prévue à l'article 4(1)(e) de la directive prospectus pour les programmes d'actionnariat salarié, aux sociétés non cotées qui ne sont pas établies au sein de l'UE ?

Le cas de l'exemption de prospectus aux sociétés établies hors Union Européenne est actuellement partiel. Une société non UE souhaitant faire bénéficier ses salariés au sein de l'UE d'un programme d'actionnariat salarié est soumise au Prospectus. La SFAF estime, à bon sens, que cette particularité doit être abolie afin de rendre cohérent le dispositif actuel.

Toutefois, sur le principe de fonds, la SFAF estime qu'un salarié d'un émetteur est non seulement un épargnant qui doit bénéficier des protections dues à tout autre investisseur public mais aussi une personne qui a un lien de dépendance de par son statut avec son employeur.

Actuellement, l'émetteur est celui qui dispense l'information et le conseil au salarié. La SFAF a toujours estimé que la protection du salarié dans son choix d'investissement est faible et qu'il n'y a pas homogénéité

de traitement dans l'Union Européenne. Aussi la SFAF rappelle qu'elle est défavorable dans son principe à toute exemption de prospectus qui concernerait émetteurs européens ou non européens, sociétés privées ou publiques.

Question 15 : Êtes-vous d'avis que le régime d'exemption accordé par les directives prospectus et transparence aux émetteurs de titres obligataires ayant une dénomination unitaire supérieure à 100 000 € est de nature à affecter la liquidité des marchés obligataires ? Dans l'affirmative, le seuil de 100 000 € doit-il être abaissé? Les avantages consentis aux émetteurs de titres obligataires doivent-ils être supprimés en tout ou partie ? Le seuil de 100 000 € doit-il être supprimé et les exemptions existantes doivent-elles être étendues à l'ensemble des émetteurs de titres obligataires, quel que soit le montant de la dénomination unitaire de leurs titres ?

Les titres obligataires d'un nominal supérieur à 100 000 € ont pour vocation de ne pas venir sur le marché obligataire et sont réservés à un ensemble de professionnels et de fonds spécialisés. Ces titres qui ne sont pas destinés au public doivent bénéficier de l'exemption d'établissement de prospectus. La liquidité du marché obligataire n'est en rien altérée par ces émissions puisque la réglementation prévoit la publication de tableaux allégés.

Pour la SFAF, il n'y a pas de nécessité à changer ou à supprimer le seuil de 100 000 €.

Question 16 : Le régime d'information proportionnée a-t-il rempli ses objectifs, à savoir l'amélioration de l'efficacité et la prise en compte de la taille des émetteurs ?

La SFAF estime qu'il est normal qu'un investisseur *non equity* de petite capitalisation ou d'émetteurs financiers bénéficie d'un régime spécifique. Pour cela, il faut qu'il soit admis que l'émetteur puisse incorporer par référence des informations disponibles par ailleurs, notamment dans le cadre de la Directive Transparence.

La SFAF demande une intégration des régimes d'information réglementées prévus par la Directive Transparence et la Directive Prospectus.

Question 17 : Le régime d'information proportionnée est-il utilisé dans la pratique et, dans la négative, pour quelles raisons ? Les réponses doivent être spécifiées pour chaque catégorie de régime d'information (régime proportionné pour certaines catégories de titres, régime proportionné pour les PME et les sociétés à capitalisation réduite, régime proportionné pour les émissions par les institutions de crédit évoqués à l'article 1(2)(j) de la directive 2003/71

Question 18 : Quelles seraient les modifications à apporter au régime d'information proportionnée pour en accroître l'efficacité ?

Question 19 : Si le régime d'information proportionnée devait être étendu, à quelles nouvelles catégories devrait-il s'appliquer ? À des catégories d'émissions non encore couvertes? A l'admission de titres à la négociation sur une plate-forme multilatérale de négociations, à supposer que celle-ci soit introduite dans le champ de la directive ?

Question 20 : Est-ce que la définition d'une société à capitalisation réduite au sens de l'article 2(1)(t) de la directive prospectus, doit être alignée sur la définition des PME au sens de l'article 4(1)(13) de la directive 2014/65, ce qui conduirait à faire passer la limite de capitalisation à 200 millions € ?

La multiplication de régimes pour répondre à des cas particuliers n'est pas, en soi, sain. La volonté affichée par la Commission Européenne de soutenir le développement d'un marché de croissance est compréhensible. La SFAF estime que la création d'un tel régime ne favorise pas la protection de l'investisseur alors que ces entreprises de croissance nécessitent une meilleure connaissance et la plus fine. La croissance de l'émetteur étant basé sur un *business plan* assez risqué, l'investisseur doit pouvoir comprendre quels sont les atouts et faiblesses de l'émetteur.

Question 21 : Est-ce que vous apporteriez votre soutien à la création d'un prospectus simplifié pour les PME et les sociétés à capitalisation réduite en vue de faciliter leur accès au marché des capitaux ?

La SFAF est défavorable à la création d'un document simplifié pour les entreprises de taille moyenne.

La SFAF constate que sur les opérations d'entreprises de petite et moyenne taille, les variations de certaines données peuvent avoir un impact fort sur leur évaluation. Il est donc d'autant plus nécessaire d'avoir accès via le prospectus à une information complète sur ces entreprises. Plus une entreprise est petite, plus elle nécessite une connaissance approfondie afin de permettre un investissement. Réduire l'information ne peut être que dommageable tant à l'investisseur qu'à l'émetteur car cela le fragilise. Chaque investisseur définit sa politique de décision et il est impossible de vouloir privilégier un élément du prospectus par rapport à d'autres.

Nous préconisons donc qu'elles mettent à disposition la même information que les grandes entreprises, car cette information est nécessaire au marché. En conséquence, la SFAF est opposée à une création d'un document simplifié mais à la condition que le prospectus reste dans ses limites de description pure. Cela veut dire que les commentaires juridiques de précaution doivent être totalement abolis d'un tel document. Ce document doit être un document factuel, descriptif qui montre les valeurs de l'entreprise dans son fonctionnement et ses activités émanant du passé ou du présent.

Nous préconisons notamment l'existence d'un résumé de prospectus, avec une structure interne qui doit être identique quelle que soit la taille de l'entreprise. Ce sont sur ces quelques pages stratégiques que les petites et moyennes entreprises devraient se concentrer et investir, un point commun avec les grandes entreprises auquel il ne faut pas déroger.

Pour autant, nous comprenons le manque de moyens de ce type d'émetteurs. Tout ce qui pourra être mis en place pour faciliter la production de l'information du prospectus devra être fait. Il faut leur faire gagner du temps et de l'argent sur les autres parties du document.

Un investisseur se doit d'avoir des informations précises qui définissent ses perspectives. La rencontre des dirigeants que prône la SFAF depuis les années 1980 et qu'elle a mis en place sur Paris participe de la bonne connaissance de l'émetteur sans oublier la diffusion de notes d'analystes du pool introducteur voire d'un analyste financier indépendant.

La SFAF rappelle aussi le risque de disparition de l'analyse financière sur les marchés cotés des PME et ETI à la suite de la promulgation de l'avis technique de l'ESMA. Réduire l'information financière ne permettra pas à l'investisseur de se forger une opinion claire et mesurée de ses risques.

Question 22 : Quels seraient les éléments minima nécessaires à l'élaboration d'un prospectus simplifié pour les PME et les sociétés à capitalisation réduite ?

De par son opposition à la question précédente, la SFAF n'est pas concernée par cette réponse.

Question 23 : Est-ce que le mécanisme de l'incorporation par référence prévu par l'article 11 de la directive prospectus devrait être recalibré pour le rendre plus flexible ?

L'incorporation par référence peut être faite par voie interne ou externe.

Si la référence est externe, la SFAF estime qu'il y a augmentation des risques notamment du fait qu'il faut rechercher l'information non disponible immédiatement et facilement et surtout que cette information a pu être produite dans un contexte différent et pas forcément en cohérence dans sa fabrication avec le prospectus.

Si la référence est interne, l'abondance et la duplication de l'information dans le Prospectus n'est pas un défaut car le document n'étant pas lu en sa totalité par l'investisseur, ce dernier peut tomber sur l'élément récurrent en fonction de son spectre de préférence.

En conséquence, un allègement de la notion d'incorporation par référence peut ne pas paraître judicieux.

Question 24 : Est-ce que les documents qui sont déjà publiés au titre de la directive transparence peuvent être exemptés de toute obligation d'incorporation par référence dans le prospectus ?

La SFAF estime que les documents déjà publiés au titre de la Directive Transparence puissent être exemptés de toute obligation d'incorporation par référence dans le Prospectus.

Question 25 : Est-ce que l'obligation prévue par l'article 6(1) de la directive abus de marché imposant la publication dès que possible de toute information privilégiée pourrait se substituer à l'exigence de la directive prospectus de publier, conformément à l'article 17, un supplément, sans remettre en question la protection de l'investisseur ?

La SFAF soutient cette initiative.

Question 26 :

Question 27 : Convient-il de réexaminer les règles d'établissement du résumé du prospectus ?

Le Prospectus est constitué d'un Document de base et d'une Note d'opération. Dans la Note d'opération, un résumé du Document de base est produit. Ce résumé est satisfaisant pour les membres de la SFAF.

Afin d'améliorer l'information de l'investisseur et notamment de l'investisseur non professionnel, il serait bénéfique que le résumé ait une information plus valorisante et non neutre et juridique.

Le résumé est la seule partie du prospectus que tout lecteur va lire intégralement. Il a une vocation pédagogique et doit être rédigé pour être compris de tous, analystes et profanes. Il doit être court, et raconter ce que l'investisseur vient chercher en bourse : une histoire, C'est la seule partie du prospectus que le lecteur doit lire comme un profane, c'est à dire intégralement, pour comprendre et décider de son investissement. Il doit être court, de 4 à 16 pages. Il est difficile d'imposer une structure trop précise à ce résumé.

Son contenu pourrait se rapprocher d'un rapport de gestion, avec une sélection d'informations réalisée par l'émetteur et une rédaction réalisée en interne ou par un analyste indépendant. Le style rédactionnel devrait ainsi mieux respecter les principes connus de pédagogie et de communication (*plain language, plain english*, structuration des idées en paragraphes et titrailles, signes et termes techniques proscrits ou expliqués...). Dans la pratique cette rédaction est trop juridique, conférant au résumé un style lourd et obscur, inadapté à la vocation de ce résumé et aux besoins des analystes.

Ces principes de pertinence et de pédagogie ne doivent pas s'appliquer qu'au seul résumé, mais à l'ensemble du prospectus. C'est le rôle du régulateur et de la Commission de servir cette pédagogie, afin de faire évoluer l'information d'entreprise d'un empilement d'informations juridiques vers une information de marché plus qualitative et plus accessible.

Question 28 : Comment résoudre la question de la duplication de publication des informations au titre du règlement PRIIPS et de la directive prospectus ?

La SFAF souhaite préciser qu'il est étonnant d'associer le DIC aux actions et obligations cotées alors que les produits d'assurance en sont exemptés.

Les règles d'établissement du DIC paraissent en contradiction avec les besoins de nos membres pour établir une opinion sur un émetteur.

Le DIC est un document annuel alors qu'un émetteur est soumis à un ensemble d'obligations périodiques et permanentes par la Directive Transparence et par la Directive Abus de Marché.

Le DIC est un document élaboré pour des produits financiers conçus spécialement pour les investisseurs, informations très souvent non pertinentes pour les actions et obligations. Le prospectus a pour essence l'information des investisseurs, non sur le produit financier que sont l'action ou l'obligation, mais sur le sous-jacent qu'est l'émetteur, sa faculté de créer de la richesse avec ses hommes et ses moyens matériels dans un contexte de concurrence. On est donc très loin du DIC en soi.

En conséquence, la SFAF préconise de privilégier la Directive Prospectus par rapport aux préoccupations du règlement PRIIPS.

Question 29 : Convient-il de limiter la longueur du prospectus ? Comment cette limite serait-elle déterminée ?

Le prospectus n'est pas de taille homogène au sein de l'Union européenne et la Commission devrait réaliser une analyse d'impact de l'application de la précédente Directive afin d'en tirer des conclusions sur la protection des investisseurs.

La SFAF estime qu'un prospectus ne peut être limité en pagination. Il doit être concis et factuel et il doit pouvoir renvoyer à des informations de base mis sur le site web de l'émetteur (comptes sociaux par exemples, documents d'assemblée) sans être obligatoirement repris par le prospectus.

Dans le cas du prospectus, le lecteur est un lecteur « érudit » : il va chercher dans le document les informations précises dont il a besoin en consultant les parties qui l'intéressent. Dans la pratique, personne ne lit intégralement un prospectus, sa longueur n'est donc pas problématique en soi.

Une limitation pourrait s'avérer inefficace et arbitraire et risquerait de conduire à de nombreuses exceptions au cas par cas non déterminées à l'avance.

La SFAF s'oppose à la création d'un nouveau document, dit « résumé », en plus du document de base et de la note d'opération. Le résumé existe déjà dans la note d'opération quand celle-ci est émise postérieurement au Document de base. Une possibilité concernant ce résumé consisterait à rendre proportionnel sa taille par rapport au document de base. Ainsi le résumé inclus dans la note d'opération ne devrait pas dépasser 10 % de l'ensemble du prospectus, y compris la note d'opération.

Question 30 : À titre d'approche alternative, certaines sections du prospectus peuvent-elles faire l'objet de réglementations limitant leur longueur ?

La SFAF estime que la rédaction actuelle du prospectus n'a plus la valeur de faire comprendre à l'analyste et à l'investisseur les éléments fondateurs de la richesse de l'entreprise. De plus en plus de parties ont pour but de protéger soit l'autorité nationale soit l'émetteur de toute action ou plainte de groupe ou de toute action ou plainte d'un investisseur ou d'un consommateur. La bourse qui est la meilleure école de la prise de risque est déviée de sa mission principale.

L'exemple le plus flagrant concerne le chapitre 4 sur le risque. L'empilement des risques, la terminologie employée ne protègent en rien l'investisseur.

Sur ce chapitre, ramener à des faits les réponses aux questions au lieu de cette logorrhée juridique gagnerait temps et coût. Il serait de loin préférable que le chef d'entreprise définisse les 5 à 10 plus gros risques potentiels de l'entreprise plutôt que cet empilement de risques qui s'incrémente sans cesse.

La SFAF propose donc que le chapitre 4 concernant les facteurs de risques soient réduits à des faits et que l'émetteur mette en avant les principaux risques qu'il estime possible ou probable. Un nombre de risques de 5 à 10, maximum, à la préférence des membres de la SFAF.

Question 31 : Êtes-vous d'avis que le régime de responsabilité et de sanctions prévu par la directive prospectus est adapté ? Sinon, comment peut-il être amélioré ?

Question 32 : Est-ce qu'il y a des hypothèses dans lesquelles la responsabilité à propos de la mise en œuvre de la directive a été engagée dans un contexte transfrontière ?

Question 33 : Pouvez-vous fournir des exemples sur les différences dans la manière dont les autorités compétentes nationales procèdent à l'examen et à l'approbation du prospectus ?

Le processus d'approbation des prospectus n'est pas homogène au sein de l'Union européenne, en particulier sur le délai d'étude, voire sur l'incrémentation des obligations qui s'empilent (cf chapitre 4 sur les risques).

Question 34 : Est-ce qu'une rationalisation de la procédure d'examen et d'approbation du prospectus apparaît nécessaire ?

Question 35 : Est-ce que la procédure d'examen et d'approbation doit être rendue plus transparente ?

Une étude de comparabilité des procédures d'examen et d'approbation serait nécessaire. Les délais d'approbation ne semblent pas homogènes. D'autre part, la position dominante ou discrétionnaire lors de l'instruction, et à plus forte raison dans les derniers jours d'instruction pour obtention du visa, fait que l'émetteur ne peut voir reconnaître le bien-fondé de son argumentation.

Question 36 : Est-il concevable d'autoriser l'émetteur à effectuer des activités de commercialisation entre la date de première soumission du projet de prospectus aux autorités compétentes et l'approbation finale du prospectus ?

La SFAF estime que l'émetteur et ses conseils doivent pouvoir effectuer des activités de commercialisation à compter de date de première soumission du projet de prospectus et dans la limite de la réglementation comme par exemple, celle d'information privilégiée.

La SFAF estime que l'information due à l'investisseur n'est pas restreinte à la seule diffusion du prospectus en son entier ou de la seule note d'opération.

Le public est le maillon faible qui ne reçoit qu'une information réduite et peu qualifiée. A côté de la communication marketing (certes surveillée) de l'émetteur, les règles non écrites de *black out period* et de diffusion des notes d'analyse financière par le pool introducteur annihilent la transparence du marché.

La SFAF propose qu'une analyse financière indépendante soit réalisée lors de toute opération financière indépendante afin que tout investisseur potentiel, dont le public, obtienne une information claire et transparente sur l'émetteur.

Question 37 : Quel doit être le rôle des autorités nationales compétentes ? Doivent-elles procéder à un examen ex ante ? Est-ce que leur examen ex ante doit se limiter à un échantillon de prospectus ? Doivent-elles effectuer un examen ex post, une fois que l'offre a été exécutée ou l'admission à la négociation a débuté ? Est-ce que l'examen ex post doit se limiter à un échantillon de prospectus ?

Question 38 : Est-ce que la décision d'admission à la négociation sur un marché réglementé doit être plus étroitement alignée avec celle de l'approbation du prospectus et de l'octroi du passeport européen ?

Question 39 : Est-ce que la procédure de notification prévue à l'article 18 de la directive, entre l'autorité de l'État membre d'origine et celle de l'État membre d'accueil, doit être simplifiée et se limiter par exemple à la simple désignation des États membres dans lesquels l'offre sera considérée comme valide ?

Question 40 : Apportez-vous votre soutien aux propositions de modifications suivantes :

- a) le régime du prospectus de base serait étendu à tous les émetteurs et à toutes les catégories d'offres et les limitations prévues par l'article 5.4 de la directive seraient supprimés ;
- b) la validité du prospectus de base serait prorogée au-delà d'un an ;
- c) la directive devrait préciser que les émetteurs sont autorisés à préparer un prospectus de base sous forme de 3 documents séparés dans les hypothèses où un document d'enregistrement aurait déjà été enregistré et approuvé par l'autorité nationale compétente ;
- d) dans l'hypothèse où un prospectus de base serait préparé sous forme de trois documents séparés, les éléments de ce prospectus devraient pouvoir être approuvés par des autorités nationales compétentes différentes ;
- e) le prospectus de base ne doit pas être modifié ;
- f) autre.

La SFAF apporte son soutien en faveur d'un régime étendu à tous les émetteurs et à toutes les catégories d'offres tels que définis par l'article 5.3 de la présente Directive, c'est-à-dire par tous les émetteurs de titres obligataires émis dans le cadre d'un programme d'offres ou de manière continue et répétée par des institutions de crédit.

La SFAF est favorable à ce que la validité du prospectus de base puisse être prorogée au-delà d'un an sans excéder 18 mois.

Question 41 : Comment le régime tripartite de l'article 5.3 est-il utilisé dans la pratique et comment peut-il être modifié pour offrir une plus grande flexibilité aux émetteurs ?

Question 42 : Est-ce que le régime de la détermination de l'État membre d'origine pour les titres obligataires doit être modifié et étendu à toutes les offres de titres obligataires, quel que soit le montant de leur dénomination unitaire

Question 43

La SFAF est défavorable à la suppression de la version papier obligatoire pour la raison que le lecteur va faire sa propre impression sur son imprimante individuelle, (cela aura un impact dix fois plus polluant qu'une impression par un professionnel en offset). Le prospectus est souvent un document diffusé au dernier moment peu de temps avant une première réunion financière. Le professionnel souhaite utiliser cette première version papier pour sa prise de notes surtout quand la version électronique ne permet pas de le faire. Pour mémoire, un document relié professionnellement est plus pérenne et plus facile à conserver et comparer.

Il est selon la SFAF indispensable de proposer au lecteur deux médias complémentaires :

- le média papier, utilisé pour la prise de note, l'archive et permet un accès plus rapide à l'information (vitesse de lecture sur papier supérieure à la lecture écran).
- un média électronique de type Pdf interactif

La production d'un pdf simple est insuffisante. La réalisation d'un pdf interactif (en 2h et pour un cout modique) permet une recherche par mots clés au sein du document, ainsi qu'un certain nombre de recherches avancées. En ce sens, il est complémentaire du média papier et apporte une valeur ajoutée d'usage certaine à l'utilisateur.

Question 50

Toute recommandation qui limiterait la judiciarisation de l'information du prospectus et rappellerait l'objectif d'une compréhension par tous de l'information, d'une recherche de pertinence et d'une plus grande transparence favoriserait une meilleure compréhension de l'entreprise. Une rédaction plus pédagogique et plus communicante plutôt qu'un empilement de rédactions juridiques obscures faciliterait l'accès aux opérations de marché.