

**DETERMINATION
DU NOUVEAU SEUIL NATIONAL DE
PROSPECTUS
ET REGIME D'INFORMATION
APPLICABLE SOUS CE SEUIL**

**Consultation publique de l'AMF
-
Réponse de l'AMAFI**

L'AMAFI a été fortement impliquée à toutes les étapes de la révision de la Directive Prospectus de 2003 et de l'adoption du Règlement Prospectus du 14 juin 2017 (le Règlement). Elle a ainsi, depuis plusieurs années, répondu à toutes les consultations de Place qui ont été lancées sur ce sujet tant par la Commission européenne que par l'AEMF.

La détermination du nouveau seuil national à partir duquel il sera obligatoire de publier un prospectus, à partir du 21 juillet 2018, et le régime d'information qui sera applicable en France en dessous de ce seuil sont des questions de grande importance, particulièrement dans le cadre des opérations transnationales auxquelles participent les établissements membres de l'AMAFI. L'Association est soucieuse à cet égard d'assurer que les nouvelles règles qui seront mises en place pour les opérations assujetties au droit français ne risquent pas d'être constitutives de distorsions de concurrence au détriment des opérateurs soumis à ces règles.

C'est pourquoi l'AMAFI a examiné avec la plus grande attention la consultation que l'AMF a lancée le 24 janvier 2018 jusqu'au 21 février et fait part ci-après des réponses qu'elle souhaite apporter aux questions posées.

- **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 pour vous le seuil pertinent ?

L'AMAFI approuve le relèvement à 8 M€ du seuil d'établissement d'un prospectus en cas d'offre au public.

- **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 € ?

L'AMAFI approuve la suppression de la condition de 50% du capital aujourd'hui en vigueur.

- **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 ?

L'AMAFI approuve le maintien du plafond de 2,5 millions € pour les offres de financement participatif, dans l'attente d'une clarification du futur régime européen applicables 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 ?

L'AMAFI considère que la suppression du seuil de 50% de capital qui conditionne le choix du plafond applicable au financement participatif se justifie au regard d'un souci légitime de simplification des règles applicables. Par ailleurs, si ce seuil est supprimé pour les besoins du prospectus en cas d'offre au public (v. Question 2), une certaine logique doit conduire à supprimer ce seuil également pour les 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 ?

L'AMAFI n'approuve pas la création d'un document allégé pour les offres directes au public de titres non cotés qui ne sont pas présentées sur une plateforme de financement participatif. La création d'un tel document constituerait une nouvelle contrainte qui n'est pas imposée par le Règlement, celui-ci se limitant à autoriser, et ce, non pas dans un de ses articles d'application directe mais dans deux considérants (qui n'ont donc aucune valeur juridique contraignante), la possibilité pour les Etats Membres d'imposer, en dessous du seuil d'imposition d'un prospectus, d'autres obligations d'information au niveau national, dès lors qu'elles ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile.

L'AMAFI souhaite souligner le manque d'harmonisation qui va inévitablement exister entre les pratiques des différents Etats Membres et qui va nécessairement pénaliser les acteurs relevant de réglementations nationales contraignantes. C'est pourquoi, si l'AMAFI ne peut qu'approuver la proposition de relèvement à 8 millions € du seuil national pour l'établissement d'un prospectus, elle considère que si en dessous de ce seuil des obligations d'informations contraignantes sont imposées, cela risque de placer les acteurs soumis à la réglementation française dans une situation concurrentielle tout à fait défavorable, étant rappelé par ailleurs qu'en aucune façon, ces obligations d'information ne seraient de nature à protéger les investisseurs contre des comportements malhonnêtes d' « offreurs » potentiels.

- **Question 6** : Un format et un contenu semblables à ceux du DIRS des offres de financement participatif vous semblent-ils adaptés ?

L'AMAFI ne se prononce pas sur ce point compte tenu de la position qu'elle a exprimée ci-dessus.

- **Question 7** : Quelle pourrait être la dénomination du futur document d'information ?

L'AMAFI ne souhaite pas formuler d'avis sur cette question.

- **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.

A fortiori (v. réponse à la Question 5 ci-dessus), l'AMAFI estime qu'il est particulièrement important que les offres directes de faible montant ne soient pas assujetties à des exigences d'information du type de celles qui sont envisagées. Si de telles exigences d'information étaient instaurées, il conviendrait au minimum de les réserver aux offres se situant entre 1 million et 8 millions € et d'en exonérer totalement les offres en dessous d'1 million €. Le choix du législateur européen de relever le seuil de 100.000 € à 1 million € témoigne de sa volonté, dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, de favoriser l'accès au financement par les marchés des sociétés européennes, notamment les plus petites d'entre elles, et à cet effet, d'alléger les contraintes attachées à la réglementation prospectus. Ne pas créer d'autres contraintes en dessous de ce montant serait donc en cohérence avec cet objectif.

- **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 ?

Non, l'AMAFI n'approuve pas cette obligation qui lui semble, de plus, être de nature à tromper l'investisseur sur les conséquences attachées à cette notification.

- **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 ?

L'AMAFI ne perçoit pas l'intérêt de cette transmission alors que l'AMF ne pourra donner aucune assurance aux investisseurs quant au sérieux de l'« offreur ». En revanche, il s'agit là encore d'une contrainte supplémentaire qui n'apparaît pas justifiée par un bénéfice quelconque pour les investisseurs.

- **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.

L'AMAFI est fortement opposée à l'instauration d'un mécanisme de contrôle et de visa *a priori* (**option 1**) du document d'information qui équivaldrait à ré-instaurer un système de visa d'un prospectus, allant ainsi à l'encontre de l'esprit du Règlement. Un tel système serait par ailleurs de nature à tromper les investisseurs quant au confort qui leur serait donné par ce biais, alors qu'aucune assurance ne pourra leur être donnée quant au sérieux de l'offre et l'absence de toute possibilité d'escroquerie. Il est d'ailleurs intéressant de noter que l'AMF estime elle-même 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* ». Dès lors, pourquoi mettre en place un système coûteux pour l'émetteur/offreur et pour le régulateur (donc pour la collectivité) qui n'a aucune utilité réelle ?

Dans un monde en évolution dans lequel les possibilités de financements alternatifs se développent, le risque est grand, face à des contraintes excessives eu égard au montant de l'offre concernée, de voir un nombre croissant d'intervenants avoir recours à des voies détournées pour procéder à des levées de fonds sur des marchés/platformes encore moins réglementés/connus/maîtrisés à ce stade (type Bitcoins et autres nouveaux moyens de financement) et donc beaucoup plus risqués. L'AMAFI estime que ce

risque devrait être pris en compte lors du choix qui va être fait s'agissant des offres au public ici concernées.

S'agissant de l'**option 2**, le document de consultation n'est pas clair : l'intitulé de l'option 2, en caractères gras, en bas de la page 10 du document de consultation, indique « Option 2 : aucun contrôle *a priori* » mais dans la question 11, cette option 2 devient « Contrôle exclusivement *a posteriori* du document », ce qui n'est pas la même chose (l'absence d'un contrôle *a priori* ne devant pas nécessairement entraîner un contrôle *a posteriori*).

L'AMAFI est fortement défavorable à l'instauration de contrôles *a priori* (v. ci-dessus). Pour autant, elle n'est pas favorable non plus à ce qu'un contrôle systematique soit mis en place *a posteriori*, qui serait tout autant constitutif de contraintes et produirait les mêmes effets, notamment en termes de coûts, qu'un contrôle *a priori* sans que l'intérêt de tels contrôles systématiques apparaisse clairement. Les émetteurs et les PSI sont des professionnels responsables et qui font par ailleurs régulièrement l'objet de contrôles, voire d'enquêtes, de la part du régulateur. Il n'est pas nécessaire d'instaurer un contrôle *a posteriori* systématique (à supposer que ce soit ce qui est proposé).

➤ **Questions 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 ?

L'AMAFI rappelle qu'elle désapprouve fortement l'option 1. De ce fait, elle ne peut pas formuler d'avis sur cette question.

➤ **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 ?**

L'AMAFI n'approuve pas l'option 2 mais celle-ci lui semble moins critiquable que l'option 1. Si l'option 2 était retenue, l'avertissement proposé paraît tout à fait pertinent dans son principe et son contenu.

➤ **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 irréguliers ?**

Dans le principe et de façon générale, l'AMAFI n'est pas opposée à ce que l'AMF ait le pouvoir de suspendre ou d'interdire des offres irrégulières mais cette faculté suppose qu'un contrôle ait été exercé par l'AMF pour déterminer l'irrégularité éventuelle de l'offre.

Or en l'espèce, l'AMAFI, qui est opposée tant à un contrôle *a priori* qu'à un contrôle *a posteriori* systématique pour les raisons indiquées ci-dessus (v. réponse à la Question 11) ne voit pas comment cette faculté pourrait s'exercer en l'absence de contrôle. La question pré-suppose donc que le principe d'un contrôle est acquis, voire même d'un contrôle *a priori* (car l'impact d'un contrôle *a posteriori* sur une offre en cours serait nécessairement très limité), ce que l'AMAFI ne peut que regretter.

- **Question 15** : Approuvez-vous l'extension de la compétence de la commission des sanctions aux offres directes de titres non cotés irrégulières ?

S'il s'agit, dans le cadre des contrôles ponctuels auxquels les émetteurs et les professionnels peuvent être assujettis, d'identifier, le cas échéant, un non respect des règles applicables et de sanctionner dans ce cas, l'AMAFI n'a pas de difficulté avec le principe. S'il s'agit en revanche d'instaurer un contrôle systématique (*a priori* ou même *a posteriori*), préalable à une procédure de sanction, l'AMAFI y est opposée pour les raisons mentionnées ci-dessus.

- **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 réponse à cette question est identique à celle qui a été donnée à la question 14. Certainement, si l'AMF détecte des offres irrégulières encore en cours, il paraît nécessaire qu'elle puisse en informer le public. Mais comment peut-elle détecter des offres irrégulières en cours en l'absence de contrôle systématique ? Cette question suppose donc que le principe d'un contrôle est acquis, ce que l'AMAFI ne peut que regretter.

