



WORKING PAPERS SERIES

2007/2

**Directive Prospectus et loi du 16 juin 2006 : les objectifs ont-ils été
atteints ?
Quelques réflexions critiques**

Gaëtane Schaeken Willemaers

Octobre 2007

The Working Paper Series aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Centre Jean Renauld to the broader academic community.

The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working Papers are published in their original language (French, English, Dutch, or German) and are provisional.

The Working Papers will be kept in full text version even after their publication in paper form. The Working Papers may however differ from the final version as commercially published. We therefore recommend to consult the final version as well.

Table des matières

Directive Prospectus et loi du 16 juin 2006 : les objectifs ont-ils été atteints ? Quelques réflexions critiques	2
A. Introduction	2
B. Objectifs de la Directive Prospectus.....	3
C. Le contenu du prospectus	4
C.1. Le principe : toutes les informations nécessaires	4
C.2. Opinion critique.....	5
D. Communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération	8
D.1. Champ d'application	8
D.2. Contenu.....	9
D.3. Egalité de traitement.....	9
D.4. Appréciation critique de la loi belge.....	10
D.5. Remarque complémentaire relative à la loi du 14 juillet 1991	10
E. Tentative de délimitation du rôle de la CBFA.....	12
F. Régime linguistique du prospectus.....	13
F.1. Prospectus approuvé par la CBFA.....	13
F.2. Prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre.....	16
G. Responsabilité civile du fait du prospectus	17
G.1. Remarque préliminaire	17
G.2. Personnes susceptibles d'être responsables et faute	18
G.3. Présomption réfragable de lien de causalité	18
G.4. Responsabilités envisageables.....	20
G.5. Droit international privé	21
H. Réflexions finales et conclusions	23

Directive Prospectus et loi du 16 juin 2006 : les objectifs ont-ils été atteints ? Quelques réflexions critiques¹

A. Introduction

Les sociétés peuvent se financer auprès du public afin de récolter les fonds dont elles ont besoin pour développer leurs activités. Elles le feront par une offre publique d'instruments de placement avec ou sans admission de ces instruments à la négociation sur un marché financier.

La matière a évolué lors de l'adoption en droit belge de la loi du 16 juin 2006², qui transpose notamment la directive 2003/71/CE (la « Directive Prospectus »)³.

La Directive Prospectus a pour mérite essentiel, en instaurant le principe du passeport européen, de rompre avec le mécanisme de reconnaissance mutuelle « partiel et complexe »⁴ qui prévalait jusqu'alors en matière de prospectus financiers. La reconnaissance mutuelle ne contribuait pas suffisamment à l'objectif du Plan d'Action pour les Services Financiers (le « PASF ») d'achèvement du marché intérieur par l'intégration des marchés financiers européens⁵. En vertu de la Directive Prospectus, le prospectus approuvé par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine peut désormais être utilisé dans l'Etat membre d'accueil sans que ce dernier ne puisse mettre en œuvre de procédure d'approbation ni imposer de compléments d'information spécifiques, si ce n'est la traduction du résumé dans sa langue officielle. Le système de passeport européen devrait favoriser ainsi les opérations transfrontalières, débarrassées d'exigences nationales supplémentaires de l'Etat membre d'accueil, lourdes et parfois imprévisibles, de coûts superflus et de lenteurs administratives.

Dans ce domaine, d'autres normes doivent également être prises en considération :

- les règlements et autres documents de la Commission européenne, et notamment :
 - o le règlement mettant en œuvre la Directive Prospectus (le « Règlement »)⁶ ;
 - o les communications de la Commission européenne ;

¹La rédaction du présent article a été achevée au 10 octobre 2007.

² Loi du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés, *Mon.b.*, 21 juin 2006, p. 31352, telle que modifiée par l'arrêté royal du 27 avril 2007 visant à transposer la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, *Mon. b.*, 31 mai 2007, p. 29283 et s.

³ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2004 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, et modifiant la directive 2001/34/CE, *JOCE*, L 345, p. 64.

⁴ Voir Rapport final du 15 février 2001 du comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières.

⁵ Voir considérant (1) de la Directive Prospectus.

⁶ Règlement (CE) n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *JOCE*, L215, p. 3.

- les documents publiés par le Committee of European Securities Regulators (« CESR ») ;
- les extraits des rapports annuels et les circulaires pertinents de la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (la « CBFA »).

Par ailleurs, il ne faut pas perdre de vue les règles supplémentaires imposées par les marchés sur lesquels est demandée l'admission à la négociation. Nous ne les aborderons pas ici.

Enfin, en matière de publicités dans le cadre d'opérations d'offre publique et d'admission à la négociation, il convient de se demander si la loi du 14 juillet 1991⁷ est applicable. Nous y reviendrons.

La Commission européenne soumet actuellement le PASF à évaluation⁸. Les résultats des études programmées dans ce cadre ne devraient pas être connus avant 2009. Par ailleurs, la Commission s'est lancée dans un projet de « meilleure réglementation »⁹. Il est fort probable que, dans ce contexte, des propositions de modifications normatives des directives du PASF verront le jour dans les prochaines années.

Dans le présent article, nous nous proposons de faire état de réflexions critiques sur certains points : le contenu du prospectus, les communications à caractère promotionnel et les autres avis et documents, le rôle de la CBFA, le régime linguistique et la responsabilité civile en matière de prospectus. Nos remarques finales, qui sont l'occasion de mettre en avant d'autres sources d'insatisfaction qui nous tiennent à cœur, concluent que les objectifs de protection des investisseurs et de réduction du coût du capital pour les émetteurs ne sont pas atteints par la Directive Prospectus.

B. Objectifs de la Directive Prospectus

La réglementation européenne en matière d'offre publique et d'admission à la négociation sur un marché réglementé se donne pour objectifs :

- d'une part, de protéger les investisseurs par une information leur permettant de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause¹⁰ et d'ainsi contribuer à l'efficacité, au développement et au bon fonctionnement

⁷ Loi du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur, *Mon.b.*, 29 août 1991.

⁸ Voir le site de la Commission, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/news/index_en.htm, pour plus de renseignements sur les deux études prévues (impact économique des mesures du PASF et coûts du respect des règles du PASF). Il convient également de mentionner qu'en vertu de l'article 31 de la Directive Prospectus, la Commission doit soumettre un rapport au Parlement et au Conseil sur l'évaluation de l'application de la Directive Prospectus, dans les 5 ans de l'entrée en vigueur de la directive.

⁹ Voir en ce qui concerne ce programme appliqué au secteur des entreprises, http://ec.europa.eu/enterprise/regulation/better_regulation/index_en.htm.

¹⁰ Voir, entre autres, les Considérants (18), (19) et (20) de la Directive Prospectus ; voir aussi l'article 5.1 de la Directive Prospectus relatif au contenu du prospectus et l'article 24,§1 de la loi du 16 juin 2006. Voir également IOSCO, *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, September 1998*, p. 5.

- des marchés financiers en renforçant la confiance du public dans les valeurs mobilières¹¹ et ;
- d'autre part, de faciliter les levées de fonds pour les émetteurs, en rendant plus aisés les appels à l'épargne publique à travers l'Union, réduisant ainsi les coûts du capital.

Le respect de ces deux objectifs devrait contribuer à atteindre l'objectif plus global d'encourager la croissance et l'emploi dans l'Union européenne, objectif assigné à la création de marchés financiers intégrés dans l'Union¹².

C. Le contenu du prospectus

C. 1. Le principe : toutes les informations nécessaires

En vertu de l'article 24, §1 de la loi du 16 juin 2006, les prospectus d'offre publique/d'admission doivent contenir toutes les informations qui « compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou à admettre à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et du garant éventuel, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières ».

Le prospectus doit donc revêtir un caractère exhaustif et le caractère adéquat des informations reprises dans le prospectus doit être apprécié uniquement par référence aux investisseurs.

Pour savoir ce qu'ils doivent mettre dans leur prospectus, les émetteurs/offreurs ou personnes qui sollicitent l'admission à la négociation dans le cadre du régime harmonisé par la Directive Prospectus se réfèrent au Règlement¹³ qui détermine le contenu minimum¹⁴ du prospectus (en fonction de son format, du type d'émetteur et de la

¹¹ Voir Considérants (10) et (18) de la Directive Prospectus.

¹² Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 15 février 2001.

¹³ Voir également l'article 25 de la loi du 16 juin 2006 qui prévoit l'insertion de l'indication que le prospectus a été approuvé par la CBFA.

¹⁴ Un émetteur peut donc inclure des informations supplémentaires (pourvu qu'elles soient pertinentes) qui vont au-delà de celles prévues par le Règlement. Toutefois, il s'agit uniquement d'une faculté laissée à chaque émetteur/offreur/personne sollicitant l'admission et l'autorité compétente ne peut pas imposer l'inclusion d'informations supplémentaires (article 22.1, alinéa 2 du Règlement), sauf si l'émetteur a un « *historique financier complexe* » ou a réalisé un « *engagement financier important* ». Voir CESR, CESR's advice to the European Commission on a possible amendment to Regulation (EC) 809/2004 regarding the historical financial information which must be included in a prospectus, CESR/05-582, 27 octobre 2005; règlement (CE) n°1787/2006 de la Commission du 4 décembre 2006 modifiant le Règlement, JOUE, L 337, 5 décembre 2006, pp. 17 à 20, qui vise le cas où l'émetteur a une « *histoire financière complexe* » ou a réalisé un « *engagement financier significatif* » ; règlement (CE) n° 211/2007 de la Commission du 27 février 2007 modifiant le Règlement en ce qui concerne les informations financières à inclure dans le prospectus lorsque l'émetteur a un historique financier complexe ou a pris un engagement financier important, JOUE, L 61/24, 28 février 2007. Pour être complet, il convient de noter que l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine est néanmoins habilitée à

catégorie des valeurs mobilières concernées), la structure du prospectus, les modalités de sa publication, les informations qui peuvent y être incluses par référence et la diffusion des communications à caractère promotionnel¹⁵.

Le Règlement prévoit des schémas de prospectus, qui définissent les exigences minimales de publicité par référence aux structures de prospectus les plus fréquemment utilisées dans la pratique pour chaque catégorie de valeurs mobilières, et des modules d'information, lesquels reprennent des listes d'exigences complémentaires, non prévues dans les divers schémas, à ajouter, le cas échéant, selon le type de valeurs ou d'opérations. Il contient quantité de règles concrètes et précises selon lesquelles pour certaines catégories d'émetteurs et en raison de la nature particulière des activités qu'ils exercent, les autorités compétentes sont habilitées à exiger des informations ad hoc allant au-delà de celles prévues dans le Règlement.

C.2. Opinion critique

Nos critiques sur le principe que tout prospectus doit contenir toute information nécessaire à l'évaluation de l'investissement portent sur deux points :

- d'une part, nous mettons en cause le fait de se référer à l'investisseur quidam lors de l'élaboration du prospectus, et
- d'autre part, nous relevons la timidité avec laquelle les spécificités des petits et moyens émetteurs sont prises en compte.

Nous explicitons chacune de ces critiques.

La réglementation européenne impose de manière implicite de se placer du point de vue de l'investisseur moyen pour évaluer le caractère exhaustif des informations contenues dans le prospectus. Or, notre intuition, confortée par des études empiriques¹⁶, est que l'investisseur quidam ne lit pas le prospectus.

En effet, le prospectus n'est mis à la disposition des investisseurs que pendant un temps généralement très bref, ce qui les met dans l'impossibilité pratique d'en prendre connaissance, eux qui ne consacrent pas tout leur temps aux investissements¹⁷.

demander des compléments d'information (pourvu qu'ils soient pertinents) des données communiquées par l'émetteur/offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation pour chacun des éléments d'information requis par le Règlement (article 3, alinéa 3 du Règlement).

¹⁵ Le Règlement s'inspire des normes de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs afin de placer le prospectus européen au niveau des meilleures pratiques reconnues au niveau international et de faciliter les offres et les admissions en dehors de l'Europe, dans les pays membres de l'OICV. Voir notamment considérant (2) du Règlement et Exposé des motifs de la proposition de directive prospectus COM (2001) 280, p. 11.

¹⁶ Voir dans ce sens, Exploration des processus d'information et de gestion et diagnostic des documents à destination des épargnants, Etude de TNS Sofres rendue publique par l'Autorité des Marchés Financiers (France) le 30 novembre 2006 ; voir également European Securities Expert Group, *Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, 5 septembre 2007.

¹⁷ Trois jours minimum, voir article 21 de la loi du 16 juin 2006.

De plus, il est généralement très long¹⁸, ce qui risque de s'aggraver sur base de l'exigence d'exhaustivité de la loi du 16 juin 2006¹⁹. La conséquence inéluctable est que le lecteur non averti ne pourra plus distinguer l'essentiel de l'accessoire, voire de l'inutile pour défaut de pertinence.

Par ailleurs, il est empreint de jargon technique et juridique. Il continuera de l'être malgré l'obligation de rédiger une information lisible et aisément compréhensible pour l'investisseur moyen, car, selon nous, cette exigence relève du vœu pieux²⁰. En effet, le contexte d'augmentation des opérations internationales complexes et l'influence concomitante de la culture anglo-saxonne frileuse des litiges en responsabilité²¹ ne sont pas du meilleur augure à cet égard.

Enfin, même si l'investisseur lambda décidait de lire le prospectus, l'on peut sincèrement se demander si, en raison des difficultés que toute évaluation d'une proposition d'investissement entraîne, l'objectif affirmé des informations contenues dans le prospectus, à savoir permettre aux investisseurs potentiels d'« évaluer » ce qui leur est offert, ne sera jamais atteint par lui. En effet, il ne dispose pas de la formation financière, économique et juridique adéquate pour se livrer à une telle évaluation. En toute sagesse, il fait d'ailleurs généralement appel à un conseiller avant d'investir²².

En conséquence, nous proposons que, dans le cadre d'une émission ou d'une admission à la négociation à destination d'investisseurs non « qualifiés », le prospectus soit rédigé à l'attention de la catégorie de ces investisseurs, qui, par leur éducation, sont avertis et en mesure de comprendre l'information qui leur est donnée ainsi qu'à destination des professionnels des marchés (les analystes par exemple) et des intermédiaires auxquels les investisseurs lambda font le plus souvent appel avant d'investir²³. Ceci ne nous semble pas contraire à l'objectif de protection des investisseurs finaux, ni incompatible avec un tel objectif²⁴. Cette mesure devrait aller de paire non seulement avec un

¹⁸ Surtout lorsqu'ils contiennent une tranche internationale, notamment en ce qui concerne leur chapitre sur les risques et les perspectives dont la réelle pertinence de certaines sections est souvent douteuse.

¹⁹ Article 24, §1, alinéa 1 de la loi du 16 juin 2006 dispose effectivement que le prospectus doit contenir « toutes les informations (...) ». Mais quand exactement peut-on considérer que l'information donnée est complète ?

²⁰ Voir, aux Etats-Unis, le *plain English requirement* (par exemple, *Rule 421 (d)* du *Securities Act* de 1933), obligation qui s'ajoute à celle en vertu de laquelle l'entièreté du prospectus doit être rédigée en utilisant un langage clair, concis et compréhensible (*clear, concise and understandable language*). Cette obligation générale avait apparemment besoin d'une règle supplémentaire pour la rendre plus efficace.

²¹ Le prospectus est de plus en plus souvent considéré par l'émetteur comme un instrument de défense contre l'investisseur déçu. En atteste notamment le chapitre du prospectus consacré aux facteurs de risque, qui, dans certains cas, comprend des éléments fort inutiles, parce que soit ils tombent sous le sens et ne valaient pas la peine d'être exprimés, soit leur réalisation semble, au contraire, peu probable dans le secteur d'activités concerné. Voir en ce sens, le rapport de l'ESME du 5 septembre 2007 précité, pp. 4 et 11 et *CESR/07-225*, *CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, juin 2007, p. 16.

²² Or, une législation doit, en ce qui concerne ses principes, tenir compte de la majorité des cas et non pas des exceptions.

²³ Sans plaider pour autant pour un marché qui ne fonctionnerait que par l'interposition d'intermédiaires.

²⁴ Voir l'obligation générale de ne pas répandre sur le marché d'information fausse ou trompeuse, dans la loi du 2 août 2002.

renforcement de l'éducation des investisseurs en matière financière au risque de fermer de facto l'accès des marchés financiers aux investisseurs quidam²⁵ mais également avec le renforcement de la législation concernant les intermédiaires financiers²⁶ et autres professionnels des marchés financiers. Nous sommes conscients qu'il s'agirait d'une petite révolution, mais, bien encadrée, il nous semble qu'elle présentera l'avantage de refléter la réalité des marchés financiers tout en protégeant mieux les investisseurs particuliers.

Quant à notre seconde critique, étant donné le nombre d'informations à fournir dans un prospectus d'offre/d'admission et compte tenu du fait que le Règlement ne fait aucune distinction entre les premières offres publiques/admissions et les suivantes, entre les émetteurs de différentes tailles, entre les différents marchés réglementés concernés, l'on peut se demander si les exigences de la Directive Prospectus ne sont pas inadaptées, voire inutiles, dans de nombreux cas²⁷.

Plus particulièrement, elles défavorisent à notre avis les PME qui ont besoin de lever des fonds publics et les start-up qui voudraient voir leurs instruments de placement admis sur des marchés réglementés²⁸. Nous pensons que la réglementation européenne présente des arguments en faveur d'un pouvoir de la CBFA, que nous appuyons, d'octroyer des dérogations aux schémas repris en annexe au Règlement, en tenant compte des activités, de la taille et de l'historique des PME. De tels arguments de texte peuvent être trouvés dans le Règlement²⁹, dans les recommandations de CESR³⁰, dans

²⁵ Voir la volonté politique de renforcer l'éducation dans le Livre Blanc 2005-2010 de la Commission, la résolution du Parlement européen du 11 juillet 2007 et les principes de l'OCDE 2005. Voir également en ce sens, CESR/07-225, CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation, juin 2007, p. 18.

²⁶ Voir notamment la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés financiers, JOUE, L 145/1, 30 avril 2004 (communément appelée *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID)) pour la protection de l'investisseur dans ses rapports avec les intermédiaires financiers.

²⁷ Voir en ce sens, le rapport de l'ESME du 5 septembre 2007 précité, p. 7.

²⁸ Voir P. Hosking, *New Rules from EU will Cost City £1bn – Just for Starters*, *The Times*, 25 novembre 2006, qui énonce qu'en ce qui concerne la MiFID, cela coûtera 1 milliard de livres sterling la première année aux sociétés de la City londonienne et 100 millions supplémentaires chaque année alors que les bénéficiaires sont estimés par la FSA à 200 millions de livres sterling par an, soulignant l'impact disproportionné pour les PME. Par ailleurs, si les coûts pour l'émetteur liés au respect des nouvelles règles (de manière générale, il s'agit de toutes les règles dérivées du PASF) sont trop importants, cela aura pour conséquence non voulue d'augmenter la concentration des entreprises au sein de l'Union européenne, ce qui réduira la concurrence au détriment de l'investisseur.

²⁹ Selon l'article 23.4 du Règlement, tout élément d'information qui n'est « *pas pertinent pour l'émetteur, l'offre ou les valeurs mobilières auxquelles le prospectus se rapporte, peut être omis* ».

³⁰ CESR, *CESR's Recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004*, CESR/05-054b, 10 février 2005, p. 4 : « *When information is not material in the context of the securities or the issuer, CESR does not expect issuers to mention it* ». Nous pouvons conclure que, selon CESR, les émetteurs doivent limiter les informations à diffuser dans le prospectus aux informations pertinentes.

les communications de la Commission européenne³¹ et dans la Directive Prospectus elle-même³².

D. Communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération

D.1. Champ d'application

Le Titre VI de la loi du 16 juin 2006 établit la réglementation des communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant aux offres publiques et admissions qui ont lieu sur le territoire belge. « Sont donc également visées les offres ne requérant pas la publication d'un prospectus en vertu de l'article 18 et les offres requérant la publication d'un prospectus préalablement approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre »³³.

En revanche, l'approbation des communications à caractère promotionnel par la CBFA ne s'applique pas aux offres publiques qui ont lieu sur le territoire belge et aux admissions à la négociation sur un marché réglementé belge ne nécessitant pas la publication d'un prospectus³⁴. Seules les dispositions relatives au contenu des communications et aux sanctions pénales et administratives sont applicables à de telles opérations.

Le Titre VI de la loi ne s'applique pas par contre, sauf en ce qui concerne l'article 59 de la loi, aux instruments de placement émis par des organismes de placement collectif.

Enfin, « sont également visées les opérations se déroulant dans un ou plusieurs autres États membres, à l'exclusion de la Belgique, lorsque la CBFA est l'autorité compétente pour approuver le prospectus et ce, sans préjudice d'un contrôle éventuel des mêmes communications à caractère promotionnel, documents ou avis dans l'État membre d'accueil »³⁵.

La définition est relativement large puisqu'elle vise notamment les rapports d'analystes qui sont distribués au public par les membres du syndicat de garantie ou de placement³⁶.

³¹ Commission européenne, The proposed Prospectus Directive - Frequently Asked Questions, *MARKT F2/HGD/NBD D (2001)*, 28 septembre 2001, p. 3, où la Commission, après avoir souligné l'importance de ne pas faire de distinction entre grandes et plus petites entreprises au niveau des informations à fournir pour la protection des investisseurs, laisse entrevoir la nécessité dans toute réglementation de mise en œuvre de la Directive Prospectus d'adapter le contenu du prospectus en fonction des spécificités de l'émetteur et des valeurs mobilières concernées.

³² Article 7.2 (e) de la Directive Prospectus : les différents schémas contenus dans le Règlement doivent tenir compte « des activités et de la taille de l'émetteur, surtout quand il s'agit de petites et moyennes entreprises; pour ce dernier type de sociétés, les informations sont adaptées à leur taille et, le cas échéant à l'historique de ces sociétés ».

³³ Voir l'Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch., 51 2344/001*, p. 70.

³⁴ Article 57, §2 de la loi du 16 juin 2006.

³⁵ Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch., 51 2344/001*, p. 70.

³⁶ Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch., 51 2344/001*, p. 71.

Elle vise par ailleurs tant les communications se rapportant à une opération en cours que celles se rapportant à une opération à venir, pour laquelle le prospectus n'a pas encore été publié.

D.2. Contenu

En résumé, le contenu³⁷ des communications à caractère promotionnel et des autres documents et avis ne peut pas être trompeur ou inexact, ni être incompatible avec le prospectus s'il en existe un. Par ailleurs, les communications à caractère promotionnel doivent être clairement reconnaissables en tant que telles. Il faut éviter de conférer à une publicité l'illusion de l'objectivité. En outre, si un prospectus a été publié, « toute information qui concerne l'offre au public ou l'admission à la négociation sur un marché réglementé, quel que soit son mode de diffusion, même si elle n'a pas de visée promotionnelle, doit toujours concorder avec les informations fournies dans le prospectus ».

D.3. Egalité de traitement

L'article 59 alinéa 1er de la loi instaure un droit à l'égalité de traitement de tous les investisseurs auxquels une offre s'adresse. Il dispose en effet que « les informations importantes fournies, de manière directe ou indirecte, par l'offreur ou l'émetteur et adressées aux investisseurs qualifiés ou à des catégories spéciales d'investisseurs, y compris celles diffusées à la faveur de réunions ayant trait à des offres d'instruments de placement ainsi que celles communiquées aux analystes financiers³⁸, sont communiquées à tous les investisseurs auxquels l'offre s'adresse ». Il n'est donc pas permis de réserver des informations importantes aux seuls investisseurs qualifiés ou à des catégories spéciales d'investisseurs ou à des analystes financiers³⁹.

Même lorsqu'aucun prospectus n'est publié, ces informations importantes qui auraient été réservées à certains investisseurs doivent être communiquées à tous les destinataires de l'offre. Lorsqu'un prospectus doit être publié, ces informations doivent figurer dans le prospectus ou dans un supplément au prospectus⁴⁰.

L'article 59 est la seule disposition du titre de la loi du 16 juin 2006 relatif aux communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération qui soit applicable aux opérations portant sur des instruments de placement émis par des OPC qui tombent sous le champ d'application de la loi (les OPC fermés).

³⁷ Article 58 de la loi du 16 juin 2006.

³⁸ Il s'agit notamment des informations divulguées lors de *road shows*.

³⁹ Comp. avec les Etats- Unis, Regulation FD (*Fair Disclosure*), Securities Act Release n° 33-7881, 17 CFR 243.100-243.103 (15 août 2000).

⁴⁰ Ceci peut poser des problèmes pratiques, notamment par exemple en ce qui concerne les films projetés à l'occasion des *road shows*.

D.4. *Appréciation critique de la loi belge*

La loi belge va au-delà d'une simple transposition de la Directive Prospectus à ce sujet⁴¹, puisque :

- elle prévoit un régime particulier non seulement pour les communications à caractère promotionnel mais également pour les autres documents et avis se rapportant à l'opération ;
- elle prévoit un contenu obligatoire pour les communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération même lorsque l'opération ne nécessite pas la publication d'un prospectus⁴² ;
- elle prévoit une procédure d'approbation par la CBFA lorsqu'il s'agit d'opérations dont le prospectus a fait l'objet d'une publication⁴³ ;
- elle vise les opérations harmonisées comme les opérations non harmonisées⁴⁴.

Nous sommes d'avis que le zèle excessif du législateur belge est contraire à la Directive Prospectus puisque cette dernière ne vise que les communications à caractère promotionnel et qu'elle ne devrait s'appliquer que dans les cas où il y a obligation de publier un prospectus⁴⁵. Ensuite, ce zèle ne contribue pas à l'objectif de faciliter les levées de fonds dans l'Union car soumettre au préalable toute communication rallonge les délais des activités de promotion, sans parler de l'immobilisation du personnel (pourtant limité) de la CBFA sur un sujet qui ne causait pas d'ennui jusqu'à présent. Par ailleurs, ce nouveau régime engendrera des difficultés pratiques dans le cas où le prospectus aura été approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre en tant qu'Etat membre d'origine⁴⁶. Enfin, ces dispositions entraînent un régime différent pour les communications à caractère promotionnel, qui pourraient bénéficier du passeport européen, et les autres documents et avis. Cette distinction ne nous semble pas évidente à établir en pratique.

D.5. *Remarque complémentaire relative à la loi du 14 juillet 1991*

⁴¹ Comp. article 15 de la Directive Prospectus.

⁴² Voir article 57, §2 *a contrario* de la loi du 16 juin 2006, qui ne vise que le contrôle par la CBFA et donc pas le contenu. Comp. article 15 .1 de la Directive Prospectus.

⁴³ Article 60 de la loi du 16 juin 2006.

⁴⁴ Puisque les articles qui gouvernent ce régime sont compris dans un titre particulier de la loi du 16 juin 2006.

⁴⁵ Article 15.1 de la Directive Prospectus. Voir également l'Avis du Conseil d'Etat, n° 39-529/2, *Doc.Parl. Ch.*, 51 2344/001, p. 217. Nous pensons également que le considérant (15) peut être évoqué à l'appui de cette opinion, puisque le nouveau régime pourrait être considéré comme imposant des exigences qui restreindraient indirectement la diffusion d'un prospectus approuvé, même si le Gouvernement s'en défend en spécifiant dans l'Exposé des motifs : « *Nonobstant un éventuel refus d'approbation de certains documents publicitaires, l'offre pourra avoir lieu et le prospectus pourra être publié tant dans l'Etat membre d'origine que dans le ou les Etat(s) membre(s) d'accueil* ».

⁴⁶ En effet, dans ce cas, la CBFA est compétente selon la loi belge pour contrôler le contenu des communications à caractère promotionnel (articles 57, §2, alinéa 1 et 58 de la loi du 16 juin 2006 ; comp. article 15.6 de la Directive Prospectus). Il est important que la CBFA coordonne son action avec l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine (voir également Considérant (35) du Règlement).

Il est intéressant de se demander en matière de publicité dans le cadre d'une offre publique ou d'une admission à la négociation dans quelle mesure la loi du 14 juillet 1991 est applicable puisque les dispositions que nous venons d'analyser n'en excluent pas l'application.

La question se pose puisque l'arrêté royal du 5 décembre 2000⁴⁷ a rendu applicables certaines dispositions de la loi du 14 juillet 1991 aux « instruments financiers, aux titres et valeurs », tels que ces termes sont définis dans l'arrêté royal du 5 décembre 2000.

L'arrêté royal du 5 décembre 2000 prévoit que ces dispositions de la loi du 14 juillet 1991 ne s'appliquent pas, cependant, pour autant que l'« émission » ait fait l'objet soit d'un prospectus approuvé « ou reconnu » par la CBFA, soit d'une dispense « totale de prospectus accordée ou reconnue » par la CBFA, pendant la « durée de l'exposition, de l'offre ou de la vente publique » au sens de l'arrêté royal n° 185. Une compréhension correcte de ces termes permet une délimitation précise du champ d'application de l'exception, ce qui devrait résoudre notre question, comme expliqué ci-après.

L'arrêté royal n° 185 a été abrogé et remplacé par la loi du 22 avril 2003. La loi du 16 juin 2006 abroge et remplace la loi du 22 avril 2003 en ce qui concerne ses dispositions relatives aux « offres publiques d'instruments de placement » et aux « admissions d'instruments de placement à la négociation sur un marché réglementé », tels que ces termes sont définis par la loi du 16 juin 2006. Mais la loi du 16 juin 2006 n'a pas modifié l'arrêté royal du 5 décembre 2000 de telle sorte que nous sommes en présence de concepts différents dans le cadre de la loi du 16 juin 2006 et de l'arrêté royal du 5 décembre 2000.

La solution rigoureuse imposerait d'appliquer conjointement les dispositions de la loi du 16 juin 2006 et de l'exception prévue par l'arrêté royal du 5 décembre 2000 en cas de publicité au sens de la loi du 14 juillet 1991 puisque rien ne s'y oppose⁴⁸.

Cependant, une application conjointe entraîne des difficultés pratiques⁴⁹. Si on considère que l'offre publique visée dans l'arrêté royal du 5 décembre 2000 doit être entendue selon la définition de la loi du 16 juin 2006, cela impliquerait que les admissions à la négociation sur un marché réglementé ne seraient plus visées par l'exception, puisque celles-ci ne font plus partie de la définition d'offre publique dans la loi du 16 juin 2006. Dès lors, il faudrait leur appliquer les dispositions relatives à la publicité contenues dans la loi du 14 juillet 1991, ce qui aurait des conséquences pratiques importantes en ce qui concerne les introductions en bourse puisque les exigences des dispositions applicables de la loi du 14 juillet 1991 sont plus contraignantes que celles contenues dans la loi du 16 juin 2006.

⁴⁷ Arrêté royal du 5 décembre 2000 rendant applicables aux instruments financiers et aux titres et valeurs certaines dispositions de la loi du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur, *Mon. b.*, 3 janvier 2001.

⁴⁸ Notons que pendant la durée de l'opération qui fait l'objet d'une dispense de prospectus, ni la loi du 14 juillet 1991, ni celle du 16 juin 2006 ne s'appliquent pour réglementer les publicités. Dans un tel cas, nous pensons que le seul recours disponible est celui sur base du droit commun de la formation des contrats qui impose une obligation d'information vis-à-vis de l'investisseur.

⁴⁹ Voir également J. Peeters et T. Van Dyck, De prospectusplicht in de prospectuswet van 16 juni 2006, *Forum Financier*, 2006, p. 178.

Nous ne pouvons qu'espérer, dans ce domaine qui, faut-il le rappeler, est censé atteindre un objectif de protection des investisseurs, une modification prochaine de l'arrêté royal du 5 décembre 2000 pour tenir compte des dispositions de la loi du 16 juin 2006. La sécurité juridique y gagnerait.

Dans l'intervalle, nous pensons qu'en cas d'offre publique ou d'admission à la négociation sur un marché réglementé dans les conditions de l'article 57 de la loi du 16 juin 2006, seules les dispositions de la loi du 16 juin 2006 doivent désormais s'appliquer, l'exception prévue par l'arrêté royal du 5 décembre 2000 couvrant ces deux cas.

E. Tentative de délimitation du rôle de la CBFA

En vertu de la loi du 16 juin 2006, la CBFA doit approuver le prospectus, sans que cette approbation ne comporte « aucune appréciation de l'opportunité et de la qualité de l'opération, ni de la situation de celui qui la réalise ».

Exerçant au besoin les pouvoirs que lui donne la loi de demander des informations complémentaires, la CBFA doit vérifier que le prospectus contient tous les éléments requis par la loi ou que la protection des investisseurs exige⁵⁰ qui, « compte tenu de la nature particulière de l'émetteur et des valeurs mobilières offertes au public ou à admettre à la négociation sur un marché réglementé, sont des informations nécessaires pour permettre aux investisseurs d'évaluer en connaissance de cause le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur et du garant éventuel, ainsi que les droits attachés à ces valeurs mobilières ».

Selon nous, ce contrôle de la CBFA ne confère pas un label de qualité quelconque (exactitude ou caractère complet) aux informations fournies⁵¹. De même, la CBFA ne se substitue pas aux investisseurs dans leur décision d'investir en considérant non opportune une opération⁵². Si l'on devait considérer que l'approbation de la CBFA

⁵⁰ Article 32, §2 de la loi du 16 juin 2006. Voir également l'article 45, §1, 3° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *Mon. b.*, 4 septembre 2002, telle que modifiée par l'arrêté royal du 27 avril 2007 visant à transposer la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, *Mon. b.*, 31 mai 2007, p. 29283 et s.

⁵¹ Ajoutons que le fait qu'il n'y ait pas de recours contre une décision d'approbation du prospectus par la CBFA n'est pas incompatible avec notre opinion car nous sommes d'avis qu'il s'agit d'une approbation administrative (voir dans ce sens, J.-M. Gollier, *Le prospectus, cause d'un dommage financier, dans un ouvrage à paraître aux éditions Vanden Broele qui s'intitulera « Les offres publiques et le prospectus – la loi du 16 juin 2006 »*). Evoquons également que l'obligation de soumettre à l'approbation de la CBFA les suppléments de prospectus dans certains cas plaide en faveur de cette interprétation également puisque cela démontre que l'approbation de la CBFA est émise sous réserve de tout élément démontrant le caractère inexact ou l'omission de certaines informations.

⁵² Voir à l'appui de notre opinion, Paris, 23 octobre 2001, *Banque et Droit* n° 80, novembre-décembre 2001, p. 24, qui rappelle que le visa conféré par l'(ancienne) commission des opérations de bourse n'implique « aucune authentification des éléments comptables et financiers présentés ». Voir également Commission bancaire, *Mémorial*, 1935-1960, p. 140 où la Commission bancaire de l'époque reconnaissait qu'elle « n'est donc pas juge du fond ; elle n'a pas à connaître de l'opportunité économique ou financière des opérations soumises à son contrôle ; son rôle n'est pas (...) de se substituer aux épargnants ». Voir aussi, l'Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch.*, 51 2344/001, p. 71, qui souligne que le rôle de la CBFA est de « vérifier si le prospectus satisfait aux exigences de la réglementation ».

constitue une présomption irréfragable d'exactitude de l'information divulguée⁵³, la responsabilité de la CBFA serait susceptible d'être engagée au-delà de ce que prévoit la loi⁵⁴. Toujours est-il que l'évaluation par la CBFA du caractère complet des informations divulguées dans le prospectus est une question délicate, qu'elle doit résoudre au cas par cas, en fonction des éléments dont elle dispose et en gardant à l'esprit l'objectif du contenu du prospectus tel qu'il est défini à l'article 24, §1, alinéa 1 de la loi du 16 juin 2006 et rappelé ci-dessus.

Notre souhait est que la CBFA, dans son analyse des prospectus, ne cèdera jamais à la tentation de l'excès d'interventionnisme⁵⁵, même si nous pouvons saluer le fait que la CBFA ne se limite pas à une vérification purement formelle du respect de la réglementation⁵⁶.

F. Régime linguistique du prospectus

F.1. Prospectus approuvé par la CBFA

La loi du 16 juin 2006⁵⁷ précise, dans ses mesures mettant en œuvre les dispositions de la Directive Prospectus relatives au régime linguistique⁵⁸, que le prospectus soumis pour approbation à la CBFA doit être rédigé en français, en néerlandais ou dans une « langue usuelle dans la sphère financière internationale » et acceptée par la CBFA⁵⁹. La CBFA accepte l'anglais comme « langue usuelle dans la sphère financière internationale »⁶⁰.

⁵³ Voir en ce sens, X. Dieux, Examen de jurisprudence (1990-2003) – Droit financier, *R.C.J.B.*, 2004, pp. 239 et 240, spécialement note n°28. Toujours est-il que l'auteur semble nuancer son propos en admettant que s'il s'avère que l'information est insuffisante, une action en responsabilité peut être envisagée contre l'émetteur, ce qui met à mal évidemment le caractère irréfragable de la présomption d'exactitude.

⁵⁴ Voir l'article 68 de la loi du 2 août 2002, qui dispose que la responsabilité de la CBFA ne peut être engagée qu'en cas de faute lourde et de dol. Par ailleurs, voir ... ci-dessous pour les dispositions de la loi du 16 juin 2006 en matière de responsabilité des personnes impliquées dans la rédaction du prospectus du fait des informations qui y sont contenues.

⁵⁵ En effet, un tel interventionnisme serait, à tout le moins, inefficace car l'autorité régulatrice ne pourrait jamais prétendre, en toutes circonstances (d'euphorie, de méfiance ou de confiance des marchés financiers), établir et maintenir l'ordre et la raison sur les marchés financiers. Elle ne peut qu'y contribuer.

⁵⁶ Voir CBFA, *Rapport annuel*, 1999-2000, p. 69 où la CBFA estime que son « rôle de protection du public ne se limite pas au contrôle du contenu du prospectus, mais s'étend également à celui des conditions et modalités des opérations, qui doivent être telles que les intérêts du public sont sauvegardés ». Cette affirmation doit cependant être considérée de manière prudente et raisonnable pour éviter un paternalisme excessif. Voir également à l'appui que le rôle de la CBFA va au-delà d'un seul contrôle formel, CBFA, *Rapport annuel 2005*, p. 64 où la CBFA qualifie sa mission de contrôle comme « un processus souvent itératif entre l'émetteur et la Commission, prenant la forme de questions et de réponses et d'adaptations successives faites par l'émetteur pour compléter, clarifier ou justifier les affirmations contenues dans le projet soumis à la Commission ».

⁵⁷ Article 31, alinéa 1 ; voir également article 41, §3 pour le cas où la CBFA a accepté de se voir déléguer l'approbation d'un prospectus alors que la Belgique n'est pas l'Etat membre d'origine.

⁵⁸ Article 19 de la Directive Prospectus.

⁵⁹ Voir la confirmation dans les travaux préparatoires que la rédaction du prospectus peut se faire au choix dans une de ces trois langues, Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch.*, 51 2344/001, p. 53.

⁶⁰ Voir notamment, CBFA, *Rapport annuel*, 1994-1995, pp. 84, 85 et 117 ; 1998-1999, p. 107.

Or, l'emploi des langues pour les actes et documents des entreprises imposés par la loi et les règlements de droit belge, parmi lesquels ranger le prospectus lorsque la Belgique est l'Etat membre d'origine, est régi par les lois sur l'emploi des langues en matière administrative coordonnées par l'arrêté royal du 18 juillet 1966 ou, pour les entreprises dont le siège d'exploitation est situé dans la région de langue française ou dans la région de langue néerlandaise, par les décrets concernés⁶¹ en vertu de la délégation de cette matière aux communautés concernées prévue par la Constitution⁶².

Dans ce contexte, nous constatons:

- que la loi du 16 juin 2006 en ce qu'elle règle l'emploi des langues en matière de prospectus s'applique pleinement aux émetteurs, ou personnes qui sollicitent l'admission à la négociation, qui ont leur siège d'exploitation dans une région où aucun des décrets précités n'est applicable puisque les lois coordonnées sur l'emploi des langues ont valablement été modifiées pour ce qui les concerne par la loi du 16 juin 2006 ;
- l'inconstitutionnalité de l'article 31, alinéa 1 de la loi du 16 juin 2006, dans la mesure où il règle une matière qui devrait être réglée par un décret communautaire flamand ou français;
- le manquement de la Belgique à son obligation en vertu du Traité CEE de transposer tout-à-fait correctement dans l'ordre juridique belge l'article 19 de la Directive Prospectus qui règle l'emploi des langues en matière de prospectus en ce que les décrets communautaires concernés n'ont pas été modifiés pour refléter les solutions de la Directive Prospectus, et en particulier, pour prévoir l'anglais pour les émetteurs, ou les personnes qui sollicitent l'admission à la négociation, ayant un siège d'exploitation dans une région linguistique où ils sont d'application.

De nouvelles initiatives normatives doivent donc être prises au niveau belge. Nous espérons qu'elles seront l'occasion de reconsidérer notre régime linguistique pour les documents requis par le droit des sociétés et le droit financier afin de choisir un critère d'application qui permette d'éviter une multiplication des traductions lorsqu'elle est inutile pour la protection des actionnaires/investisseurs et préjudiciable à la compétitivité des entreprises auxquelles notre législation linguistique s'applique⁶³. Nous plaçons pour un usage de l'anglais généralisé en matière de prospectus⁶⁴.

⁶¹ Il s'agit de la communauté flamande et de la communauté française. Voir décret du 19 juillet 1973 du Conseil culturel de la Communauté flamande réglant l'emploi des langues en matière de relations sociales entre employeurs et travailleurs, ainsi qu'en matière d'actes et de documents d'entreprise prescrits par la loi et les règlements, *Mon. b.*, 6 septembre 1973 ; et décret du 30 juin 1982 du Conseil de la Communauté française, relatif à la protection de la liberté de l'emploi des langues et de l'usage de la langue française en matière de relations sociales entre les employeurs et leur personnel ainsi que d'actes et documents des entreprises imposés par la loi et les règlements, *Mon.b.*, 27 août 1982.

⁶² Article 129, §1, 3° de la Constitution.

⁶³ Pour la matière qui nous occupe dans le présent chapitre, le lieu du siège d'exploitation en tant que critère de détermination de la langue du prospectus n'a pas de sens, même à considérer que le but recherché par le prospectus est la protection de l'investisseur à qui s'adresse l'offre. A tout le moins, le public cible devrait être le critère de détermination de la langue du prospectus afin d'assurer sa protection adéquate (voir cependant nos critiques au point C.2). Deux autres arguments peuvent être évoqués pour se départir du critère du siège d'exploitation. Premièrement, les coûts de traduction pour les sociétés qui ont un siège

Etant donné ce qui précède, dans l'état actuel de notre droit, quel est le régime linguistique du prospectus pour un émetteur, ou une personne qui sollicite l'admission à la négociation, dont le siège d'exploitation est en région linguistique française ou néerlandaise ?

Conformément à la jurisprudence européenne, les normes de droit européen directement applicables dans l'ordre interne priment sur des normes de droit national qui leur seraient contraires. Or, les dispositions de l'article 19 de la Directive Prospectus sont directement applicables car elles sont claires, suffisamment précises et inconditionnelles.

Ainsi, une analyse de l'article 19 de la Directive Prospectus, qui distingue quatre cas de figure pour déterminer si l'anglais peut être utilisé au lieu de la législation nationale applicable⁶⁵, permet de conclure qu'en cas de prospectus passeporté⁶⁶ ou de prospectus d'admission de titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est supérieure ou égale à 50.000 euros⁶⁷, l'anglais est possible conformément au principe de la primauté du droit communautaire, même lorsque l'émetteur, ou la personne qui demande l'admission à la négociation, a un siège d'exploitation dans la région de langue néerlandaise ou dans la région de langue française. Dans tous les autres cas, le prospectus doit être rédigé en respectant le prescrit des décrets communautaires.

En ce qui concerne les émetteurs, ou la personne qui demande l'admission à la négociation, ayant un siège d'exploitation dans la Région de Bruxelles-Capitale, dans la région de langue allemande ou dans les communes à statut spécial, la loi du 16 juin 2006 en matière linguistique est pleinement applicable⁶⁸.

d'exploitation dans différentes régions linguistiques. Deuxièmement, le désavantage compétitif des sociétés dont un siège d'exploitation est en Belgique et pour lesquelles la Belgique est l'Etat membre d'origine par rapport à des sociétés sans siège d'exploitation en Belgique et dont la Belgique n'est pas l'Etat membre d'origine qui cibleraient également le public belge par leur offre puisque seules ces dernières peuvent publier un prospectus uniquement en anglais en vertu de la directive (article 19, §2 et §3 de la Directive Prospectus et article 38, §1^{er}, 3^o de la loi du 16 juin 2006).

⁶⁴ Voir l'article 20 de la loi luxembourgeoise du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l'article 5.19 de la loi des Pays-Bas du 28 septembre 2006 « *houdende regels met betrekking tot de financiële markten et het toezicht daarop* ».

⁶⁵ L'expression à l'article 19 de la Directive Prospectus « une langue acceptée par l'autorité compétente de l'Etat membre » renvoie à la langue déterminée conformément au droit national de cette autorité, à savoir, lorsque la Belgique est l'Etat membre d'origine et que l'émetteur (ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation) est dans une région linguistique concernée, les décrets en matière linguistique.

⁶⁶ Article 19, §3 de la Directive Prospectus.

⁶⁷ Article 19, §4 de la Directive Prospectus.

⁶⁸ En effet, pour ces entreprises, seules les Lois sur l'emploi des langues en matière administrative, coordonnées par l'arrêté royal du 18 juillet 1966 sont applicables, à l'exclusion des décrets communautaires. Or le régime qu'elles prévoient peut être modifié par une autre loi, en l'occurrence la loi du 16 juin 2006. Pour rappel, les Lois coordonnées prévoient pour les entreprises dont le siège d'exploitation est situé en région bilingue de Bruxelles-Capitale qu'elles devraient utiliser le français ou le néerlandais ou ces deux langues, au choix, pour les entreprises situées dans une commune périphérique de la Région de Bruxelles-Capitale ou dans une commune dite « de frontière linguistique » faisant partie de la région de langue néerlandaise, qu'elles devraient utiliser le néerlandais ; pour les entreprises situées dans une commune malmédienne ou dans une commune « de frontière linguistique » faisant partie de la

En ce qui concerne les entreprises qui n'ont pas leur siège d'exploitation en Belgique, la loi du 16 juin 2006⁶⁹ est également applicable ainsi que pour les émetteurs ayant un siège d'exploitation en Belgique et faisant approuver un prospectus par la CBFA pour une opération en dehors de la Belgique⁷⁰.

Il convient par ailleurs de souligner que la loi prévoit en matière linguistique que:

- les documents incorporés par référence doivent être traduits s'ils ont été approuvés ou déposés dans une langue différente de celle du prospectus⁷¹ ;
- les informations à mettre à disposition des intéressés en vertu de l'article 18 de la loi doivent être rédigées en français, en néerlandais ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA⁷² ;
- les communications à caractère promotionnel, documents et avis se rapportant à l'opération doivent être accompagnés, le cas échéant, d'une traduction en français, en néerlandais ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale et acceptée par la CBFA⁷³ ;
- le résumé d'une offre publique de valeurs mobilières qui a lieu en tout ou en partie en Belgique doit être établi ou traduit en français et en néerlandais sauf si les communications à caractère promotionnel et autres documents et avis se rapportant à l'opération sont diffusés dans une seule langue nationale; dans ce cas, le résumé peut n'être établi ou traduit que dans cette langue⁷⁴.

F.2. Prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre

Pour que le prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un autre Etat membre puisse bénéficier de la portée communautaire en Belgique, il faut notamment qu'il réponde à certaines exigences linguistiques. L'article 38 de la loi du 16 juin 2006

région de langue française, qu'elles devraient utiliser le français ; et pour celles situées dans une commune de la Région de langue allemande, qu'elles devraient utiliser l'allemand.

⁶⁹ Articles 31 et 36, §1, (iii) de la loi du 16 juin 2006.

⁷⁰ *Idem*.

⁷¹ Voir cependant CESR, Frequently Asked Questions regarding Prospectuses : Common positions agreed by CESR Members, Updated version September 2007, *CESR/07-651*, septembre 2007, p. 8, qui prévoit que des documents inclus par référence peuvent être dans une autre langue que celle du prospectus, pourvu que ce soit dans une langue admise par les dispositions sur l'emploi des langues de la Directive Prospectus.

⁷² Article 18, §4 de la loi du 16 juin 2006. Notre commentaire sur l'incompatibilité de cette disposition avec les décrets sur l'emploi des langues s'applique si l'émetteur/personne qui sollicite l'admission à la négociation a un siège d'exploitation en région de langue néerlandaise ou française puisqu'il s'agit d'un document imposé par la loi.

⁷³ Article 60, §3 de la loi du 16 juin 2006. Il convient de noter que les lois coordonnées sur l'emploi des langues et les décrets communautaires sur l'emploi des langues ne sont pas applicables aux communications à caractère promotionnel puisqu'ils ne sont pas des documents requis par la loi et les règlements au sens de la réglementation linguistique.

⁷⁴ Article 31, alinéa 2, de la loi du 16 juin 2006. Voir des règles identiques dans le cadre du régime non harmonisé à l'article 51 de la loi. Notre commentaire sur l'incompatibilité de cette disposition avec les décrets sur l'emploi des langues s'applique si l'émetteur/personne qui sollicite l'admission à la négociation a un siège d'exploitation en région de langue néerlandaise ou française puisqu'il s'agit d'un document imposé par la loi.

prévoit que le prospectus doit être rédigé soit en français ou en néerlandais, soit dans une langue usuelle dans la sphère internationale et acceptée par la CBFA, au choix de l'émetteur/offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation.

Un raisonnement identique à celui développé au sujet de l'article 31 de la loi du 16 juin 2006 et relatif à l'inconstitutionnalité s'applique en ce qui concerne l'article 38 de cette même loi.

Quel est le régime linguistique applicable en l'état actuel de notre droit et compte tenu de la primauté de l'article 19 de la Directive Prospectus sur les dispositions contraires de droit belge ?

Si le siège d'exploitation est situé dans la région de langue française ou dans la région de langue néerlandaise, le prospectus peut être rédigé soit en anglais, soit en français ou en néerlandais selon la langue requise par les décrets communautaires applicables. Le résumé devra être traduit dans la langue requise par les décrets communautaires.

Si le siège d'exploitation est situé ailleurs en Belgique, le prospectus pourra être rédigé dans une de ces trois langues. Le résumé devra être traduit dans la langue des communications à caractère promotionnel.

Si la société n'a pas de siège d'exploitation en Belgique, le prospectus peut être rédigé soit en anglais, soit en français, soit en néerlandais. Le résumé devra être traduit dans la langue requise par les décrets communautaires.

G. Responsabilité civile du fait du prospectus

G.1. Remarque préliminaire

L'approbation du prospectus par la CBFA n'a aucune influence sur l'éventuelle responsabilité des personnes désignées dans le prospectus comme étant susceptibles d'être tenues responsables du fait du prospectus.

La Directive Prospectus n'harmonise pas les règles en matière de responsabilité relative au prospectus, ce qui est bien sûr une grande faiblesse de cette directive⁷⁵. Elle ne prévoit que les personnes qui doivent au moins être désignées comme susceptibles d'être responsables et enjoint les Etats membres à leur appliquer leurs dispositions en matière de responsabilité civile⁷⁶.

Le législateur belge a profité de l'occasion de la transposition de la Directive pour introduire une présomption de lien de causalité en ce domaine en faveur de

⁷⁵ Il s'agit d'une faiblesse car les Etats membres se font concurrence dans ce domaine qui est fort important pour les personnes concernées : le régime de responsabilité applicable est certainement un critère non négligeable dans le choix des Etats membres concernés par l'offre/l'admission. Voir en ce sens, le rapport de l'ESME du 5 septembre 2007 précité, p. 19, qui reconnaît toutefois qu'harmoniser en ce domaine ne sera pas aisé.

⁷⁶ Voir article 6.2 de la Directive Prospectus.

l'investisseur⁷⁷. Il avait au préalable modifié le régime de droit international privé applicable à la matière (article 114 du Code de droit international privé).

G.2. Personnes susceptibles d'être responsables et faute

Le prospectus doit indiquer clairement qui, entre l'offreur, l'émetteur et ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, la personne qui sollicite l'admission à la négociation et le garant, est susceptible d'être tenu responsable de l'intégralité du prospectus et de ses éventuels suppléments.

L'organe d'administration, de direction ou de surveillance désigné dans le prospectus ne pourra être tenu responsable que s'il peut lui être reproché une faute aquilienne ou quasi-délictuelle, c'est-à-dire un acte que n'aurait pas commis une personne normalement prudente et diligente et soucieuse de ne pas affecter, dans des circonstances injustifiables, les intérêts légitimes des tiers. Il est admis que la seule constatation de la violation d'une obligation légale suffit en principe à l'établissement de la faute. L'organe étant en principe collégial, la faute est imputable à l'ensemble de l'organe ; par ailleurs, la faute est commune à l'ensemble des membres de l'organe qui ont participé à la décision à son origine⁷⁸.

Si plusieurs personnes parmi celles citées sont mentionnées dans le prospectus comme susceptibles d'être tenues responsables de l'intégralité du document, elles seront tenues solidairement envers les intéressés de la réparation du préjudice⁷⁹.

Ceci n'empêche pas que d'autres personnes soient mentionnées dans le prospectus comme susceptibles d'être responsables pour certaines parties bien déterminées du prospectus.

Le préjudice réparable doit être causé par l'absence dans le prospectus et ses suppléments d'informations prescrites ou par le caractère trompeur ou inexact des informations contenues dans le prospectus et ses éventuels suppléments.

Nous envisagerons également dans ce qui suit le préjudice causé par l'absence de prospectus ou la divulgation d'un prospectus non approuvé par la CBFA.

G.3. Présomption réfragable de lien de causalité

Pour faciliter l'établissement de la responsabilité civile de la personne désignée comme susceptible d'être tenue responsable, une présomption réfragable de lien de causalité est instaurée entre l'absence, le caractère trompeur ou inexact, des informations du

⁷⁷ Article 61 de la loi du 16 juin 2006.

⁷⁸ Voir Cass., 20 juin 2005 ; Cass., 11 septembre 2001, R.G. P.99.1742.N ; voir A. Coibion, *Développements récents en matière de responsabilité des dirigeants* : l'arrêt de la Cour de Cassation du 20 juin 2005 et la loi-programme du 20 juillet 2006, *C.J.*, N° 1-2/2007, pp. 12 et s. et les nombreuses références qui y sont citées.

⁷⁹ Il était déjà admis, de manière générale, que la responsabilité aquilienne de l'organe envers les tiers n'est pas exclusive de la responsabilité de l'émetteur. Voir références dans A. Coibion, *Développements récents en matière de responsabilité des dirigeants* : l'arrêt de la Cour de Cassation du 20 juin 2005 et la loi-programme du 20 juillet 2006, *C.J.*, N° 1-2/2007, p. 13.

prospectus et le dommage subi par les investisseurs⁸⁰ lorsque cette absence ou ce caractère trompeur ou inexact était susceptible (1) d'influencer positivement le prix d'acquisition des instruments de placement ou (2) de créer un sentiment positif dans le marché⁸¹.

Cette présomption réfragable de lien de causalité repose sur la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers, à savoir la capacité des marchés à absorber les informations publiques dans le prix des actifs négociés.

Cette présomption existait déjà dans d'autres droits, comme le droit néerlandais, allemand et anglais⁸².

Par ailleurs, certains auteurs avaient déjà plaidé en faveur d'une présomption de lien de causalité entre le fait de ne pas avoir publié de prospectus sous le contrôle de la Commission bancaire et le dommage⁸³.

L'instauration de la présomption semble constituer la prise en compte du fait que la majorité des investisseurs ne lit pas le prospectus puisqu'un investisseur qui s'estime victime d'une faute ne devra pas prouver qu'il a fondé son investissement sur une lecture du prospectus.

Comme il s'agit d'un renversement de la charge de la preuve, la partie défenderesse peut prouver par toute voie de droit l'absence de lien causal. Il ne sera pas évident pour elle de renverser la présomption en prouvant que la tromperie ou le manquement commis est étranger au dommage subi par l'investisseur ou, en d'autres termes, que l'investisseur aurait de toute façon réalisé la transaction à l'origine de son dommage comme il l'a fait, malgré la déficience de l'information. Ce sera le cas si, par exemple, des tiers avaient démenti l'information trompeuse ou comblé les lacunes de l'information déficiente de manière efficace ou si l'investisseur connaissait la déficience mais voulait réaliser l'opération pour d'autres motifs. Ce sera également le cas s'il s'avère que l'investisseur n'a pas lu le prospectus et/ou n'a pas reposé sur les conseils d'un intermédiaire, lui-même dupé, pour s'engager dans l'investissement ; ou encore si le défendeur prouve l'existence d'une cause étrangère (par exemple l'éclatement de la bulle des .com) qui seule serait responsable de la chute du cours.

Nous espérons que le juge pourra, en fonction de l'espèce, tempérer la théorie de l'équivalence des conditions, qui prévaut en droit belge de la responsabilité (« il y a

⁸⁰ Ce dommage résultera de l'écart entre le prix de l'offre et la valeur de marché des instruments de placement concernés, qui, sur base de la théorie de l'efficience des marchés, intégrera l'information manquante ou corrigera l'information inexacte, le tout éventuellement majoré par la valeur que l'investisseur aurait pu espérer d'un investissement similaire au cours de la période litigieuse. Voir V. De Schryver, *Prospectusaansprakelijkheid*, dans E. Wymeersch (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, Anvers, 1996, p. 354.

⁸¹ A notre avis, il s'agit du sentiment de confiance.

⁸² Voir l'Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch.*, 51 2344/001, p. 75 ; S. Delaey, note sous com. Brux., 17 octobre 2003, *DAOR*, 2004, pp. 95 et 96.

⁸³ Voir J. Ronse, K. Van Hulle, J.-M. Nelissen Grade et B. Van Bruystegem, *Overzicht van rechtspraak (1968-1977) – Vennootschappen*, *TPR*, 1978, p. 874 et V. De Schryver, *Prospectusaansprakelijkheid*, dans E. Wymeersch (ed.), *Financieel recht tussen oud en nieuw*, Maklu, Anvers, 1996, pp. 354 et 352.

responsabilité s'il est prouvé que le dommage tel qu'il s'est produit ne se serait pas réalisé si la faute n'avait pas été commise »), afin d'éviter que les personnes désignées comme susceptibles d'être responsables du fait du prospectus ne deviennent des assureurs contre toute perte des investisseurs déçus. Certains auteurs voudraient que l'on s'inspire en ce domaine de l'évolution de la jurisprudence fédérale des Etats-Unis qui a apporté des nuances à une application indifférenciée de la théorie de la responsabilité dans le cadre des marchés financiers⁸⁴.

G.4. Responsabilités envisageables

L'exposé des motifs de la loi du 16 juin 2006 rappelle que la responsabilité en matière de prospectus est la responsabilité de droit commun à base de faute⁸⁵.

Dans le cadre d'un prospectus approuvé par la CBFA mais qui ne contiendrait pas certaines informations cependant prescrites par les normes applicables ou dont certaines informations seraient trompeuses ou inexacts, l'on peut envisager que⁸⁶ :

- l'investisseur déçu invoque en premier lieu la responsabilité contractuelle sur base du contrat de souscription, en cas de préjudice subi par l'inexécution de l'obligation contractuelle de fournir une information. Mais le cas est rare⁸⁷ ;
ou
- l'investisseur déçu invoque l'absence ou le vice de consentement dans la formation du contrat et demande, sur cette base, la nullité relative du contrat (article 1110 du Code civil – vice de consentement pour erreur sur l'objet du contrat). L'erreur doit porter sur un élément substantiel, c'est-à-dire, dans le cadre d'offres publiques, un élément déterminant du consentement de tout investisseur raisonnable, étant donné le caractère collectif de l'offre publique. Les cas d'application nous semblent rares ; ou
- l'investisseur déçu agisse sur base des articles du Code civil relatifs à la responsabilité extracontractuelle/délictuelle. Il pourrait ainsi, par exemple, invoquer en ce qui concerne des éléments prévisionnels et/ou estimations inclus dans le prospectus, qu'ils ne sont pas fondés sur des hypothèses raisonnables et qu'ils n'ont pas été établis avec le professionnalisme/la diligence requis, afin de déterminer la responsabilité des personnes désignées comme susceptibles d'être responsables ; il aura alors droit à des dommages et intérêts.

⁸⁴ Voir J.-M. Gollier, *Le prospectus, cause d'un dommage financier*, article à paraître aux éditions Vanden Broele dans un ouvrage qui s'intitulera « Les offres publiques et le prospectus – la loi du 16 juin 2006. Voir également, D. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets, After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, Oregon, 2006, pp. 105 et s.

⁸⁵ Voir l'Exposé des motifs, *Doc. Parl. Ch.*, 51 2344/001, p. 76.

⁸⁶ Par ailleurs, comme dans tout contrat, l'on peut envisager également que l'investisseur déçu pourrait agir sur base de la responsabilité contractuelle si, par exemple, l'émetteur n'exécute pas un engagement pris dans le prospectus, comme la distribution d'un dividende garanti.

⁸⁷ Voir pour la doctrine en France, H. Letréguilly, *La responsabilité des émetteurs en matière d'information financière*, *Revue de droit bancaire et financier*, 2004, p. 450.

En conclusion, le contrat n'est pas le terrain le plus adapté pour sanctionner l'inexactitude des informations financières parce que les liens contractuels qui unissent l'investisseur à l'émetteur ne stipulent pas d'obligation particulière liée à l'information financière dont l'inobservation serait susceptible d'entraîner la responsabilité de l'émetteur. Ces obligations ont en effet leur source dans la loi, ce qui n'est pas surprenant pour éviter d'avoir la possibilité de les limiter de manière contractuelle. En conséquence, la responsabilité sera soit sur le terrain pré-contractuel, soit sur le plan délictuel.

En cas d'absence de prospectus ou en cas de diffusion d'un prospectus non approuvé par la CBFA, par contravention à la loi, les acquisitions d'instruments de placement sur base de cette offre publique peuvent être annulées par voie judiciaire, avec éventuellement octroi de dommages et intérêts à charge de la personne responsable. Comme les obligations d'information dans le cadre d'une offre publique relèvent de l'ordre public, la nullité sera considérée comme absolue et n'est dès lors pas susceptible de confirmation. En raison de ce caractère absolu de la nullité, la CBFA considère qu'elle ne peut pas approuver de prospectus a posteriori, une telle approbation tardive consistant à offrir aux investisseurs initiaux de l'offre irrégulière la possibilité de confirmer leur acceptation: l'opération doit être mise à néant, quitte à réaliser une nouvelle offre sur base d'un prospectus régulièrement approuvé⁸⁸.

Pour être complets, il convient de noter que la responsabilité de droit commun s'applique également aux intermédiaires qui ont vendu les instruments de placement aux investisseurs et autres personnes impliquées dans le processus d'offre, comme les banquiers chefs de file⁸⁹.

G.5. Droit international privé

Dans un contexte où les opérations internationales sont appelées à devenir sans cesse plus nombreuses, il est intéressant de poser la question de la loi applicable aux questions de responsabilité civile lors d'une offre publique ou d'une admission à la négociation qui présente un caractère transfrontalier.

Pas plus en matière de responsabilité que dans un autre domaine relevant du présent article, la Directive Prospectus ne prévoit de règle de conflit de lois. Il convient dès lors de nous référer au Code de droit international privé belge lorsqu'un juge belge est saisi.

En ce qui concerne les offres publiques/admissions à la négociation, l'article 114 du Code est applicable.

⁸⁸ Voir *Rapport annuel 2001-2002*, pp. 92 et 93, dans le cadre d'une offre publique irrégulière d'options.

⁸⁹ Voir en ce qui concerne la responsabilité des banquiers chefs de file, notamment, F. De Bauw et M. Duplat, *Emission d'euro-obligations et devoir de due diligence du banquier chef de file. Observations à propos de l'arrêt Confederation Life*, *Forum financier*, 2003, pp. 136 et s. ; D. Napolitano, note sous *Comm. Bruxelles*, 17 octobre 2003, *TBH*, 2004, p. 93 (arrêt *Barrack Mines*) et S. Delaey, note sous *com. Brux.*, 17 octobre 2003, *DAOR*, 2004, pp. 87 et s. (arrêt *Barrack Mines*).

L'article 114 de ce Code dispose que les « droits qui dérivent de l'émission publique de titres sont régis au choix du porteur de titres, soit par le droit applicable à la personne morale, soit par le droit de l'Etat sur le territoire duquel l'émission publique a lieu »⁹⁰.

Cette disposition, sans faire partie du droit financier public⁹¹, est impérative, et ne souffre donc pas de dérogation, puisqu'elle a pour objet d'apporter une protection légale à une partie⁹².

Nous estimons⁹³ que le champ d'application de cette disposition doit être limité aux questions de responsabilité du fait du prospectus ou des autres informations dans le cadre de l'offre publique/admission, au risque d'être incohérents par rapport aux règles de conflits de loi qui existent par ailleurs⁹⁴.

En vertu de l'article 114, l'investisseur peut opter soit pour la *lex societatis*⁹⁵ soit pour la loi du lieu de l'« émission publique »⁹⁶.

Pour déterminer les cas d'application de cette règle, il convient de savoir quand le juge belge peut être saisi. De manière générale, en matière délictuelle⁹⁷, il est compétent lorsque la Belgique est le lieu du siège social du défendeur ou le lieu « où le fait

⁹⁰ L'article 114 ne définit pas les termes qu'il utilise et les travaux préparatoires n'apportent pas d'éclaircissements. A notre avis, conforté de manière informelle par la CBFA, le terme « *émission publique* » recouvre la notion d'offre publique, primaire ou secondaire, et celle d'admission à la négociation de la loi du 16 juin 2006. Une interprétation différente aurait amené à considérer que le terme « *émission publique* » doit être compris comme synonyme du concept d'offre publique dans la loi du 16 juin 2006 parce qu'émettre des titres c'est, dans une acception étymologique étroite, en créer de nouveaux à offrir au public et non pas en demander l'admission à la négociation. Dans une telle acception, seules les offres publiques primaires seraient alors visées par l'article 114, les offres publiques secondaires et admissions primaires et secondaires se voyant appliquer la disposition du code de droit international privé applicable en fonction de l'objet de la question juridique à résoudre. En ce qui concerne le terme « *titres* », il convient de l'entendre comme « *instruments de placement* » au sens de la loi du 16 juin 2006. Voir également J-M. Gollier, *Droit international privé des émissions publiques de titres*, *R.D.C.* 2005/6, pp. 630 à 632 (article écrit sous l'empire du régime antérieur mais dont le raisonnement peut encore être suivi).

⁹¹ Pour la plupart des matières qu'elle règle, la loi du 16 juin 2006 est une loi d'application immédiate qui énonce des règles de droit financier public qui s'appliquent à titre de lois de police dès qu'une offre est adressée au public en Belgique ou qu'une admission à la négociation est sollicitée sur un marché réglementé belge, sans égard aux règles de conflits de lois.

⁹² Toutefois, le bénéficiaire de l'option prévue dans la disposition peut y renoncer après la naissance du litige.

⁹³ Voir également J-M. Gollier, *Droit international privé des émissions publiques de titres*, *R.D.C.* 2005/6, p. 635 ; X. Dieux, *Examen de jurisprudence (1990-2003) – Droit financier*, *R.C.J.B.*, 2004, pp. 239 et 240, spécialement note n°28 ; V. Marquette et G. Stuer, *Les nouvelles règles de conflit de lois relatives aux titres, aux créances et aux espèces*, *Forum Financier*, 2007, p. 90.

⁹⁴ Sont exclus de la règle de conflit désignée par l'article 114, les droits incorporés dans les « titres » émis (application de la *lex societatis* pour les titres de capital ou de la *lex contractus* pour les titres de créance) et les règles de droit financier public.

⁹⁵ Voir V. Marquette et G. Stuer, *Les nouvelles règles de conflit de lois relatives aux titres, aux créances et aux espèces*, *Forum Financier*, 2007, pp. 74 et s. pour la détermination de la *lex societatis* : il s'agit en principe de la loi du territoire sur lequel est situé l'établissement principal de la personne morale en vertu de l'article 110, alinéa 1 du Code de droit international privé.

⁹⁶ Ce qui peut poser des problèmes pratiques lorsque l'« émission » a lieu dans plusieurs juridictions. Nous imaginons que l'investisseur a le choix entre ces différentes juridictions dans un tel cas.

⁹⁷ Nous ne considérons ici que le cas de responsabilité délictuelle, sans égard aux offres/admissions d'obligations qui peuvent être considérées comme donnant lieu à une responsabilité contractuelle.

dommageable s'est produit »⁹⁸. Dans notre cas, il faudra donc soit que la personne morale concernée ait son siège social en Belgique, soit que le prospectus soit distribué en Belgique.

Ainsi, si un émetteur belge/offreur belge/personne morale belge offre ses « titres »/demande l'admission de ses « titres » sur un marché à l'étranger, l'investisseur belge ou étranger peut se prévaloir de la loi du lieu de l' « émission », si celle-ci lui est plus favorable que la loi belge.

Si un émetteur étranger/offreur étranger/personne morale étrangère offre ses « titres »/demande l'admission de « titres » sur un marché en Belgique, l'investisseur belge ou étranger peut se prévaloir de la loi de la personne morale, si celle-ci lui est plus favorable que la loi belge.

Cette option laissée aux investisseurs est regrettable en ce qu'elle crée une incertitude dans le chef de l'émetteur/offreur/personne qui demande l'admission à la négociation au sujet de la loi applicable à son éventuelle responsabilité.

Cette règle de droit international privé vaut également pour une action contre le garant ou l'intermédiaire d'une telle « émission ».

Ici encore, cette règle ne contribue pas à créer la sécurité juridique nécessaire à l'objectif de faciliter les appels à l'épargne publique dans l'Union.

H. Réflexions finales et conclusions

La Directive Prospectus et la loi du 16 juin 2006 apportent sans conteste et à plusieurs niveaux des améliorations significatives par rapport au régime antérieur.

Le principe d'un passeport européen pour les prospectus relatifs à des opérations harmonisées qui ont été rédigés et soumis à une procédure unique contrôlée par une seule autorité compétente selon des normes inspirées de l'OICV est une étape non négligeable pour l'intégration des marchés financiers européens et le positionnement des Etats membres sur la scène internationale en matière de levée de capitaux.

Toutefois, le tableau n'est pas sans ombres⁹⁹. Des difficultés d'application demeurent sur base de la loi belge de transposition¹⁰⁰, qui ne sont d'ailleurs pas nécessairement propres à la Belgique puisqu'elles trouvent leur source dans la législation européenne.

⁹⁸ Articles 2.1 et 5.3) du Règlement CE n° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, *JOCE*, 16 janvier 2001, L 12/1.

⁹⁹ La Directive Prospectus fait l'objet de mesures nationales de transposition différentes et certaines notions sont interprétées de manière non uniforme à cause de leur manque de précision et de clarté (notamment, les notions d'« *information suffisante* » ou d'« *information équivalente* »). Par ailleurs, les pratiques des autorités de contrôle divergent également. Enfin, la Directive Prospectus aurait pu être l'occasion d'une harmonisation d'autres domaines importants pour atteindre les objectifs qu'elle s'est assignés (notamment, la responsabilité en matière de prospectus).

La présence persistante de différences dans les législations nationales de mise en œuvre et dans la politique des autorités de contrôle en cette matière ne permet pas de conclure qu'on ait atteint un degré d'harmonisation totale, ni maximale¹⁰¹. Même si l'on ne peut nier que l'harmonisation opérée par la Directive Prospectus jette les bases d'une convergence certaine entre les législations internes des Etats membres, l'on doit constater que ces derniers conservent encore une certaine marge de manœuvre pour rendre leur législation interne plus ou moins concurrentielle par rapport aux autres. Dans un tel contexte, qui s'explique sans doute, entre autres, par de nécessaires compromis politiques dans une Europe composée de traditions juridiques différentes et par le mode même de réglementation au niveau européen¹⁰², nous ne pouvons que souligner l'importance d'une analyse d'impact auprès de tous les participants du marché concernés, en ce compris les petits investisseurs¹⁰³, et d'une étude coûts-bénéfices, préalables nécessaires à toute modification ou nouvelle avancée législative futures, ainsi que d'une coopération entre autorités de contrôle des Etats membres, en l'absence d'une autorité unique européenne.

Nous avons souligné que les dispositions légales relatives à l'objectif de protection des investisseurs par la divulgation d'informations leur permettant de prendre des décisions en connaissance de cause sont à certains égards disproportionnées et inefficaces, voire contre-productives et engendrent des effets non désirés. Ce constat souligne les effets pervers d'une immixtion excessive du consumérisme en droit financier¹⁰⁴ qui se veut protéger à tout prix l'investisseur assimilé à un consommateur de produits financiers contre la partie forte qui est l'émetteur¹⁰⁵. Nous espérons que la CBFA ne sera pas

¹⁰⁰ Notamment, les incertitudes dans l'emploi des langues et dans l'application du droit international privé.

¹⁰¹ Il nous semble que le débat sur l'étendue de l'harmonisation opérée par la Directive Prospectus est dépassé (voir notamment, M Tison, *Financial Market Integration in the post FSAP era. In search of overall conceptual consistency in the regulatory framework*, dans G. Ferrarini et E. Wymeersch, *Investor Protection in Europe – Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 443 à 465). En effet, si l'on pouvait encore récemment douter, le rapport de CESR de juin 2007 (*CESR 07-225, CESR report on the supervisory functioning of the Prospectus Directive and Regulation*, juin 2007) expose sans ambiguïté que la Directive Prospectus est une directive d'harmonisation maximale (voir en ce sens, Commission, *Amended Proposal for a Directive, COM (2002) 460*, explanatory memorandum, p. 3 ; Forum of European Securities Commissions, *A European Passport for Issuers : Report, FESCO/00 – 138b, 2000*, para. 7.2 ; l'opinion. Un autre débat est évidemment de savoir si ce degré d'harmonisation est optimal en cette matière (voir notamment pour une critique de cette harmonisation maximale E. Ferran, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004, p. 141 et s. ; voir également le rapport de l'ESME du 5 septembre 2007 précité, pp. 6 et 7.

¹⁰² A savoir le processus Lamfalussy. Toutefois, notons que les recommandations de CESR permettent d'améliorer le degré d'harmonisation.

¹⁰³ Ceux-ci semblent aujourd'hui sous-représentés dans le processus de consultation.

¹⁰⁴ Voir également, X. Dieux, *Examen de jurisprudence (1990-2003) – Droit financier*, *R.C.J.B.*, 2004, p. 219, n°3 ; P. Van Ommeslaghe et J.-M. Gollier, *Le contrôle prudentiel et le consumérisme en droit financier*, dans M. Tison, C. Van Acker et J. Cerfontaine (eds.), *Financiële regulering op zoek naar nieuwe evenwichten*, Gand, 2003, pp. 13 et s.

¹⁰⁵ Voir pour un appui du consumérisme dans la réglementation européenne, Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, 15 février 2001, pp. 20 et 32. Voir également, la directive 93/13/CEE du Conseil du 5 avril 1993 concernant les clauses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs, *JOUE*, L095, pp. 29 à 34, qui inclut dans son champ d'application les « titres et valeurs mobilières ». Par ailleurs, la loi belge a jeté les bases pour une évolution possible du rôle de la CBFA dans le sens d'une intervention consumériste. En effet, la CBFA

tentée de céder à un paternalisme et un interventionnisme dommageables pour nos marchés financiers. Car il n'y a pas de raison que l'investisseur n'ait que des droits, sans un minimum de devoirs¹⁰⁶. La CBFA ne devrait jamais priver l'investisseur d'une opportunité d'investissement qu'elle estimerait trop risqué alors que le prescrit légal a été respecté car seul l'investisseur doit demeurer juge de son investissement et l'on peut exiger de lui qu'il évite crédulité, spéculation et passivité excessives.

Accabler les émetteurs par sans cesse davantage d'obligations d'information qui laissent subsister des doutes quant à leur interprétation accroît les risques et démotive certains de faire appel à l'épargne publique sur un marché réglementé. Un tel résultat ne permet pas d'atteindre l'objectif de la Directive Prospectus de réduire le coût du capital et de proposer aux investisseurs non qualifiés une large gamme de produits financiers. Ce qui nous permet de conclure que la législation actuelle n'est pas optimale par rapport à son second objectif, à savoir faciliter la levée de fonds publics pour les émetteurs. Dans le même ordre d'idées, réitérons notre souhait que l'Europe tienne davantage compte concrètement des spécificités des PME.

La Commission européenne envisage de se soumettre à une étude empirique dans le cadre de son évaluation du PASF avant fin 2008. Si nous ne pouvons nous empêcher d'émettre des doutes quant à l'efficacité d'une évaluation aussi proche de l'entrée en vigueur de certaines directives concernées en raison du manque de données fiables disponibles¹⁰⁷, nous espérons, en ce qui concerne la Directive Prospectus, que le législateur européen fera preuve de pragmatisme dans son évaluation, sur base d'une prise de conscience de la réalité du monde financier.

est maintenant amenée à connaître de plaintes individuelles (voir CBFA, *Rapport annuel*, 1998-1999, pp. 34 à 38 ; voir la création du service destiné à « protéger les épargnants et investisseurs contre l'offre ou la fourniture illicite de produits ou services financiers » (sur base des articles 45, §1, 4° et 54 de la loi du 2 août 2002 (« mise sur pied de procédures et de services appropriés, notamment en matière d'information et de protection des intérêts des consommateurs »)). Toutefois, peut-être la position de la Commission européenne dans la première partie de l'évaluation du PASF contient-elle un espoir, Commission européenne, *FSAP Evaluation, Part I : Process and implementation*, décembre 2006, p. 16 où elle est d'avis qu'il conviendra, dans le cadre du processus législatif pour toute législation ultérieure, d'encourager la participation des « *appropriate consumers and users of financial services* », à la suite du constat que cette catégorie de personnes concernées par la législation a été trop souvent négligée dans le processus de consultation préalable à l'adoption des normes européennes (c'est nous qui soulignons).

¹⁰⁶ Voir dans ce sens également A. Bruyneel, *Réflexions introductives : tendances actuelles dans la protection de l'investisseur*, *La protection de l'investisseur et de l'e-investisseur*, Bruylant, Bruxelles, 2002, p. 13.

¹⁰⁷ Voir *Evaluation of Economic Impact of the Financial Services Action Plan Workshop on Methodology*, 25 October 2006, *Resume of Contributions*.