

Le nouveau régime prospectus - Questions / Réponses

1. Quels sont l'impact et la portée de la Loi Prospectus et du Règlement Prospectus ?

La loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières du 10 juillet 2005 (la **Loi Prospectus**) établit un nouveau cadre pour l'établissement, l'approbation et la diffusion des prospectus à publier en cas d'offre au public ou de demande d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. En effet, le mécanisme luxembourgeois de l'approbation des prospectus pour valeurs mobilières est profondément remanié par la transposition au Luxembourg de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 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 (la **Directive Prospectus**).

La Directive Prospectus et le règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en oeuvre 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 (le **Règlement Prospectus**) ont pour objet l'harmonisation dans l'Union européenne des exigences relatives à l'établissement, à l'approbation et à la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières et/ou en vue de l'admission de ces valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire d'un Etat membre. Aucun prospectus ne peut être publié avant son « approbation » par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine. Cette approbation sera toutefois conditionnelle à la satisfaction des normes européennes communes relatives au contenu de l'information à publier et aux modalités de publication. Les informations détaillées à insérer dans un prospectus tombant dans le champ d'application communautaire sont déterminées par le Règlement Prospectus qui s'oriente notamment suivant les principes fixés par l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) et les normes comptables IAS/IFRS.

Les prospectus préparés conformément au Règlement Prospectus pourront se prévaloir d'un passeport européen unique, ce qui signifie qu'un prospectus, une fois approuvé pour l'offre au public ou l'admission à la négociation sur un marché réglementé par l'autorité compétente au Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la **CSSF**), sera accepté partout dans l'Union européenne. A l'inverse, les prospectus qui bénéficient du passeport européen du fait de leur approbation par l'autorité compétente d'un autre Etat membre pourront procéder à une offre au public ou une admission à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg par simple notification par l'autorité compétente.

2. Quels sont les différents régimes instaurés par la Loi Prospectus ?

La Loi Prospectus distingue trois régimes de prospectus différents :

- i. un premier régime (partie II de la Loi Prospectus) concernant les offres au public de valeurs mobilières et les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé faisant l'objet d'une harmonisation communautaire et transposant les règles de la Directive Prospectus ;
- ii. un deuxième régime (partie III de la Loi Prospectus) déterminant les règles luxembourgeoises applicables aux offres au public ainsi qu'aux admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables qui sont hors du champ d'application de la Directive Prospectus et prévoyant un régime de prospectus simplifié ; et
- iii. un troisième régime (partie IV de la Loi Prospectus) établissant un régime spécifiquement luxembourgeois applicable en cas d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne.

La circulaire CSSF 05/226 du 16 décembre 2005 concernant la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et les spécifications techniques en matière de communication à la CSSF de documents en vue de l'approbation ou du dépôt et des avis pour des offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé (la **Circulaire 05/226**) fournit, entre autres, une présentation générale de la Loi Prospectus. Ainsi, la Circulaire 05/226 présente dans sa première partie le contexte européen de la Loi Prospectus, les trois régimes différents instaurés par cette dernière pour l'approbation des prospectus et les compétences et les missions de la CSSF dans ce cadre. De même, une copie des recommandations du Comité des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (le CESR) pour la mise en œuvre harmonisée de la réglementation européenne sur le prospectus « CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004 » est annexée à la Circulaire 05/226. Ces recommandations s'appliquent évidemment seulement aux prospectus établis sous le premier régime de la Loi Prospectus.

On peut encore mentionner dans ce contexte que la Circulaire 05/226 a, entre autres, abrogé avec effet au 1^{er} janvier 2006 les circulaires CSSF 05/195 du 18 juillet 2005 et 05/196 du 19 juillet 2005 et repris leur contenu sous forme coordonnée. (Voir également à ce sujet la question/réponse n°4).

3. CSSF ou Bourse de Luxembourg - qui est compétent pour l'approbation d'un prospectus ?

La Loi Prospectus désigne la CSSF comme autorité compétente pour veiller à l'application des dispositions de la Partie II (dès lors que le Luxembourg est l'Etat membre d'origine) qui traite de l'établissement, de l'approbation et de la diffusion du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières et/ou d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, faisant l'objet d'une harmonisation communautaire en vertu de la Directive Prospectus (article 22 de la Loi Prospectus) et des dispositions du Chapitre 1 de la Partie III qui traite de l'établissement, de l'approbation et de la diffusion du prospectus à publier en cas d'offres au public de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables non visées par la Partie II (article 43 de la Loi Prospectus). Conformément aux articles 7 et 13 de la Partie II, Chapitre 1 de la Loi Prospectus, la CSSF est l'autorité compétente pour l'approbation des prospectus ainsi que des suppléments éventuels y relatifs préparés en vue d'une offre au public de valeurs mobilières et/ou d'une admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, faisant l'objet d'une harmonisation communautaire en vertu de la Directive Prospectus, au cas où le Luxembourg est Etat membre d'origine. Les dépôts de documents et les avis conformément à la Partie II de la Loi Prospectus devront aussi se faire auprès de la CSSF. De façon analogue, conformément aux articles 31 et 39 de la Partie III, Chapitre 1 de la Loi Prospectus, la CSSF est l'autorité compétente pour l'approbation des prospectus simplifiés ainsi que des suppléments éventuels y relatifs préparés en vue d'une offre au public de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables non visée par la Partie II. Les dépôts de documents et les avis conformément à la Partie III devront aussi se faire auprès de la CSSF. Les prospectus simplifiés soumis à la Partie III ne bénéficieront pas du passeport européen et les règles d'application quant à leur contenu sont déterminées par la Circulaire CSSF 05/210 du 10 octobre 2005 relative à l'établissement du prospectus simplifié dans le cadre du Chapitre 1 de la Partie III de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières.

La Bourse de Luxembourg (qui est actuellement le seul opérateur de marché autorisé à exploiter un ou plusieurs marchés d'actifs financiers situés ou opérant sur le territoire du Luxembourg) sera l'entité compétente devant approuver les prospectus soumis aux dispositions du Chapitre 2 de la Partie III (les admissions de valeurs mobilières non couvertes par la Partie II à la négociation sur un marché réglementé opéré par la Bourse de Luxembourg) et de la Partie IV (les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne).

Alors que la Loi Prospectus introduit au Luxembourg une nouvelle définition des compétences en matière d'approbation des prospectus telle que décrite ci avant, il y a lieu de noter que la compétence en matière de décisions d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché et/ou à la cote officielle n'est pas affectée. En effet, les décisions d'admission de valeurs mobilières à un marché et/ou à la cote officielle continuent de relever de la compétence de l'opérateur de marché concerné

et se font suivant les dispositions fixées par les règles de fonctionnement de cet opérateur (au Luxembourg, actuellement le Règlement d'Ordre Intérieur de la Bourse de Luxembourg, publié au Mémorial A - N° 99 du 12 juillet 2005), étant entendu que la conformité de la documentation sous-jacente avec la réglementation en matière de prospectus est une des conditions à remplir.

4. Quels sont les moyens de communication de l'émetteur avec la CSSF en vue de l'approbation d'un prospectus ?

Après avoir été désignée comme autorité compétente pour l'approbation des prospectus de valeurs mobilières en vertu de la Loi Prospectus, la CSSF avait convenu avec la Bourse de Luxembourg, antérieurement en charge de cette responsabilité, que celle-ci l'assisterait dans le processus d'approbation. Après six mois d'une telle assistance (du 1^{er} juillet 2005 au 31 décembre 2005 (inclus)), les deux entités ont décidé que la CSSF assure seule, à partir du 1^{er} janvier 2006, les tâches relatives à l'approbation des prospectus, ceci afin de rendre la procédure plus efficace et plus transparente. Ce changement aura

comme conséquence pratique majeure une simplification de la communication avec les personnes désirant effectuer une offre au public de valeurs mobilières au Luxembourg ou sollicitant l'admission à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières au Luxembourg, notamment dans le cadre de la Partie II et du chapitre 1 de la Partie III de la Loi Prospectus.

La Circulaire 05/226 détaille, dans sa deuxième partie, les spécifications techniques en matière de communications à la CSSF, dans le cadre de la Loi Prospectus, de documents en vue de l'approbation ou du dépôt et des avis pour des offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. Tous les éléments pratiques en ce qui concerne les communications à la CSSF sont déterminés par la Circulaire 05/226.

5. Comment doit-on fixer une date définitive d'un prospectus ?

La date d'un prospectus doit en principe être aussi proche que possible de la date d'approbation et doit au moins être celle de la soumission du prospectus. La date d'un prospectus doit donner la garantie à l'investisseur que jusqu'à cette date tous les éléments requis sont inclus dans le prospectus. Ainsi, au cas où, par exemple, des chiffres (annuels ou intérimaires) de l'émetteur sont publiés entre la soumission du dossier et l'approbation et que leur insertion dans le prospectus est requise par les schémas applicables du Règlement Prospectus, la date du prospectus devra au moins être celle de ces chiffres intérimaires (qui, le cas échéant, seront obligatoirement inclus ou incorporés dans le prospectus). Un émetteur pourrait souhaiter que le prospectus approuvé par la CSSF comporte comme date le jour même de l'approbation. Ce souhait peut être réalisé, lorsque la CSSF analyse le prospectus sous forme d'un projet et le considère comme étant conforme à la Loi Prospectus et au Règlement Prospectus et décide ainsi d'approuver le prospectus définitif sous réserve

de sa réception (incluant les détails finaux manquant dont notamment la date du prospectus).

La communication de la date souhaitée pour l'approbation (qui ne pourra évidemment se situer avant la date du prospectus) permettra à la CSSF de préparer l'approbation du prospectus définitif qui pourra être envoyée à l'émetteur dans les plus brefs délais qui suivent la réception du prospectus définitif. Dans ce contexte, il convient de noter que, conformément aux articles 16 et 31 de la Loi Prospectus, c'est le prospectus approuvé par, et déposé auprès de la CSSF qui est mis à la disposition du public.

6. Peut-on faire approuver un « Red Herring » Prospectus par la CSSF ?

Un prospectus n'est approuvé que s'il est définitif (après confirmation par l'émetteur ou son mandataire qu'il s'agit de la version finale). Comme par le passé, il ne sera cependant pas nécessaire que les informations concernant le nombre de titres à émettre et le prix exact des titres y soient incluses, pour que le prospectus « stand-alone » en question puisse être approuvé.

7. Comment les prospectus approuvés sont-ils publiés ?

La Loi Prospectus ne reprend pas l'option de la Directive Prospectus d'exiger la publication d'une notice précisant comment le prospectus a été mis à la disposition du public et où celui-ci peut se le procurer. Toutes les possibilités de publication ouvertes par la Directive Prospectus (journaux, brochures imprimées, site Internet) ont été reprises dans la Loi Prospectus. Par ailleurs, les prospectus sont publiés par la CSSF au moins durant une période de douze mois sur le site Internet de la Bourse de Luxembourg.

En vertu de l'article 16, paragraphe 4 et de l'article 38, paragraphe 4 de la Loi Prospectus, la CSSF a délégué la publication des prospectus à la Bourse de Luxembourg qui les publiera sur son site Internet à l'adresse <http://www.bourse.lu>. Il s'ensuit que l'obligation de publication résidant dans le chef de l'émetteur conformément aux articles 16 et 38, paragraphes 1-3 de la Loi Prospectus est ainsi remplie au Luxembourg. Dans ces conditions, les investisseurs disposeront d'un accès effectif et en principe gratuit aux informations, en temps réel.

Néanmoins, ceci n'empêche pas l'émetteur d'avoir en outre recours à d'autres moyens de publication. Par ailleurs, chaque investisseur qui en fait la demande aura la possibilité de recevoir sous format papier un exemplaire gratuit du prospectus. Cette demande est à adresser à l'émetteur, à l'offreur, à la personne qui a demandé l'admission des valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé ou encore aux intermédiaires financiers étant intervenus dans le placement ou la négociation des titres en question.

8. À quelle date les prospectus approuvés sont-ils publiés ?

En principe, le prospectus doit être publié le jour même (ou le lendemain) de son approbation, sauf demande justifiée de l'émetteur (tout en respectant le principe qu'avant le début d'une offre au public ou d'une admission à la négociation le prospectus devra avoir été publié).

9. Est-il possible, après le 1^{er} juillet 2005, de faire admettre à la négociation sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg de nouvelles tranches d'obligations émises sous un prospectus de base encore approuvé sous l'ancienne réglementation ?

En vertu de l'article 62.-3¹ de la Loi Prospectus, un émetteur pouvait « demander l'approbation du prospectus (...) selon les dispositions du règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 » jusqu'au 30 juin 2005. Ainsi, le moment de la demande et de l'obtention de l'approbation du prospectus par la Bourse de Luxembourg (c'est-à-dire la date du visa apposé par Bourse de Luxembourg et la décision (conditionnelle) d'admission à la cote officielle) est déterminant pour savoir si des tranches peuvent encore être admises à la négociation sur le marché réglementé opéré par la Bourse de Luxembourg à partir du 1^{er} juillet 2005 en utilisant le prospectus de base initialement établi pour l'admission à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg.

En application notamment de la garantie des droits acquis, un émetteur pourra faire admettre à la négociation sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg de nouvelles tranches d'obligations sous un prospectus de base approuvé avant le 1^{er} juillet 2005 conformément à l'ancienne réglementation pendant toute la durée de validité de son prospectus de base (maximum de 12 mois). Dans ce contexte, il est à relever que la Directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs ne détermine pas de durée de validité pour un prospectus de base relatif à un programme, mais que la Circulaire CaB 98/7 du 15 octobre 1998² et

¹ Article 62. 3. : « Jusqu'au 30 juin 2005, un émetteur, un offreur ou une personne qui sollicite l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur le territoire du Luxembourg peut demander l'approbation du prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières et faisant l'objet d'une admission à la négociation sur un marché réglementé ou d'une seule admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé soit à un opérateur de marché selon les dispositions du règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 (...), soit à la Commission selon les dispositions du règlement (CE) No 809/2004 (...), indépendamment de la date d'application de ce règlement ou, en cas d'offre au public de valeurs mobilières et faisant l'objet d'une admission à la négociation sur un marché réglementé, selon les dispositions du règlement (CE) No 809/2004 de la Commission européenne du 29 avril 2004 concernant les mesures d'exécution de la Directive Prospectus, indépendamment de la date d'application de ce règlement. »

² Circulaire CaB 98/7 - Annexe IV : « (...) Le prospectus de base documentant le programme d'émission qui a été approuvé par la Bourse de Luxembourg ou, le cas échéant, par le Commissariat aux Bourses, peut être utilisé pour l'admission à la cote officielle ou l'offre publique d'obligations

l'article 3-3 du chapitre VI du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg (dans son ancienne version)³ fixaient cette durée à douze mois.

Par ailleurs, il est à souligner de manière générale que les prospectus préparés et approuvés suivant les dispositions transitoires ne pourront ni bénéficier du passeport européen ni être utilisés pour une offre au public à Luxembourg (après le 1^{er} juillet 2005). Ce dernier point s'explique du fait que le régime transitoire ne vise que les émissions suivies d'une admission à un marché réglementé. De même, les suppléments à préparer le cas échéant pour un prospectus approuvé selon le règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 et/ou les circulaires CaB seront à établir et à approuver selon ces mêmes dispositions.

10. Peut-on utiliser des prospectus de base approuvés sous l'ancienne réglementation pour émettre des tranches fongibles ?

En dehors des dispositions transitoires telles qu'explicitées ci-dessus, il n'est pas possible d'émettre encore des tranches (mêmes fongibles avec des tranches émises ultérieurement) sous un ancien prospectus de base (datant d'avant le 1^{er} juillet 2005) étant donné que le prospectus de base n'est plus valide pour l'émission de tranches ni sous l'ancien, ni sous le nouveau régime.

L'émission de tranches fongibles se fera sur base d'un nouveau prospectus répondant à la Loi Prospectus en annexant ou en incorporant par référence les conditions générales telles que contenues dans un ancien prospectus de base aux « conditions finales » déposées conformément au nouveau régime.

11. Quels sont les principes retenus par la CSSF pour la rédaction des prospectus de base et des conditions finales ?

La CSSF a adopté une approche permettant aux émetteurs de décider du niveau d'information à insérer respectivement dans le prospectus de base ou les conditions

et/ou de warrants, émis dans le cadre du programme durant une période de douze mois à compter de la date du prospectus de base. »

³ Article 3.3. : « 1. La demande d'admission à la cote officielle doit porter sur le nombre maximum ou sur un nombre illimité de valeurs mobilières qui peuvent être admises à la cote officielle dans le cadre d'un programme à n'importe quel moment. Au cas où la demande d'admission du programme est approuvée, sont admises à la cote officielle toutes les valeurs mobilières qui peuvent être émises dans le cadre du programme dans les 12 mois de la publication du prospectus, à condition

– de recevoir le supplément sous forme écrite;

– de recevoir le cas échéant, en accord avec l'article 6 du présent chapitre, tout prospectus supplémentaire, rédigé conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

2. Une nouvelle demande d'admission doit être introduite pour les valeurs émises au-dessus du montant maximum admis à la cote officielle ou émises plus de 12 mois après la publication du prospectus de base. »

finales, dans les limites des textes réglementaires applicables. Quelques principes généraux peuvent être retenus :

- un prospectus de base ne peut pas constituer un document vidé de substance et il convient donc d'insérer dans le prospectus de base le minimum d'information permettant de respecter les conditions imposées par la Directive Prospectus et le Règlement Prospectus ;
- tout élément d'information qui doit être approuvé doit être contenu dans le prospectus de base et dans ses suppléments éventuels - les conditions finales devant uniquement comporter des informations qui ne sont pas expressément soumises à approbation. Ainsi, les informations devant figurer dans un document d'enregistrement ne doivent pas être introduites dans des conditions finales ;
- tout ce qui n'est pas inclus dans le prospectus de base doit être précisé dans les conditions finales ;
- les conditions finales peuvent uniquement reprendre les éléments d'information contenus dans les notes relatives aux valeurs mobilières sur la base desquelles le prospectus de base est établi (art. 22 § 4 du Règlement Prospectus) ;
- le supplément, étant le prolongement du prospectus de base, ne doit pas contenir des informations qui devraient être contenues dans les conditions finales ;
- le supplément ne fait que modifier ou mettre à jour les informations générales contenues dans le prospectus de base et ne doit pas servir à décrire ou émettre une tranche spécifique ; et
- l'émission de titres par des véhicules financiers qui sont garantis par des actifs sous-jacents peut se faire en utilisant des notes relatives aux valeurs mobilières ensemble avec un document d'enregistrement et accompagné par un résumé. Dans ces cas, les documents feront ensemble l'objet d'une approbation par la CSSF. Cette technique pourra remplacer la structure de programme utilisée antérieurement par certains émetteurs en leur permettant de bénéficier d'avantages similaires.

Dans ce contexte, on peut encore mentionner que la CSSF a apprécié les efforts de l'ICMA de rédiger deux modèles « pro forma » de conditions finales et accepte ces formats.

12. Comment se font les notifications et dépôts dans le cadre d'un programme ?

Dans le cadre d'un programme, la notification de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine à l'autorité compétente du Etat-membre d'accueil se fait sur base du prospectus de base.

En ce qui concerne les « conditions finales », il est important de souligner qu'elles ne seront pas approuvées par la CSSF, mais uniquement déposées auprès d'elle (suivant les modalités pratiques explicitées aux points 2 et 7 de la deuxième partie de la Circulaire 05/226). L'article 5(4) de la Directive Prospectus (faisant référence à son article 8(1) (a)) indique que les « conditions finales » seront déposées auprès de l'autorité compétente (de l'Etat membre d'origine). Dans le cas où les titres en question seront offerts au public ou que leur admission à la négociation à un marché réglementé sera sollicitée dans un autre Etat membre, il est recommandé d'envoyer un exemplaire à l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil. La communication des « conditions finales » pourra être effectuée par l'autorité de l'Etat membre d'origine ou assumée directement par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission. Ainsi, lorsque la CSSF est l'Etat membre d'accueil, elle accepte le dépôt des conditions finales par le biais de l'émetteur. De façon générale, la CSSF recommande à l'émetteur de déposer ses « conditions finales » auprès de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et également auprès de l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil.

13. La CSSF accepte-t-elle le principe des prospectus standardisés connus sous la dénomination informelle de « Unitary Prospectus » ou « Draw-Down Prospectus » ?

En principe, la CSSF accepte, en vue de son approbation, un prospectus standardisé du type « Unitary Prospectus » ou « Draw-Down Prospectus », relatif à des produits structurés, qui incorpore par référence un prospectus de base extensif. Ce prospectus servira donc surtout à décrire le sous-jacent relatif au produit structuré en question. Même s'il s'agit en fait d'un prospectus « *stand-alone* », il sera quand même approuvé par la CSSF dans les mêmes conditions de délai que l'approbation des « pricing supplements » sous l'ancienne réglementation. En effet, en ce qui concerne les délais, on peut admettre que ces « Unitary Prospectus » ou « Draw-Down Prospectus » standardisés soient approuvés rapidement par la CSSF, car ils ne décrivent qu'un sous-jacent et pour le surplus (notamment en ce qui concerne la description de l'émetteur) font en principe uniquement référence à un prospectus de base déjà approuvé.

En ce qui concerne la taxe forfaitaire applicable pour l'approbation d'un tel document, il a été convenu de le traiter de la même façon qu'un supplément. Ainsi, la taxe la moins élevée prévue par le règlement grand-ducal du 10 novembre 2003 relatif aux taxes à percevoir par la Commission de surveillance du secteur financier

tel que modifié sera due pour l'approbation « d'un prospectus (complet) standardisé qui incorpore principalement par référence un prospectus (ou prospectus de base) déjà approuvé sous des dispositions transposant la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de celles-ci à la négociation sur un marché réglementé. »

14. Peut-on compiler plusieurs programmes de base dans le cadre des programmes « multi-émetteurs » ?

Dans un prospectus de base compilé, il est possible de complètement ségréguer les prospectus des différents émetteurs en les annexant les uns après les autres. Une autre forme de compilation qui consiste à séparer les différents prospectus de base « par définitions » (avec des références à l'intérieur du document) est également acceptable, sous condition que l'ensemble reste compréhensible et lisible. L'analyse de la CSSF se fera au cas par cas et le choix de présentation appartient en principe aux émetteurs. La compilation de plusieurs prospectus de base (programmes multi-émetteurs ou différents programmes d'un même émetteur) n'est cependant acceptable que si cette présentation est justifiée et donc notamment s'il y a un certain lien entre les sociétés, c'est-à-dire qu'elles font partie d'un groupe. En outre, il faut bien sûr que le Luxembourg soit le pays d'origine de tous les émetteurs décrits dans les prospectus de base.

Pour les prospectus compilés d'émetteurs multiples, c'est-à-dire les documents regroupant plusieurs prospectus de base relatifs à différents émetteurs, il est perçu un montant supplémentaire de 1.000 euros par émetteur supplémentaire en sus de la taxe normale pour l'approbation du premier prospectus de base.

15. Quelles sont les exigences de la CSSF en matière de dénomination d'un prospectus de base, lorsque ce dernier est également utilisé dans des pays tiers (notamment aux Etats-Unis) ?

Certains pays (en l'occurrence, les Etats-Unis) exigent que des documents soient dénommés suivant une terminologie prédéfinie, comme par exemple la notion d'« Information Memorandum ». Les émetteurs voulant établir des documents valides pour les Etats-Unis et en même temps pour le marché européen peuvent rencontrer des problèmes en ce qui concerne la dénomination du document. La CSSF comprend que le marché souhaiterait une certaine flexibilité quant à la dénomination au Luxembourg des différents documents qui peuvent former le prospectus. Le Luxembourg adoptera en principe une position flexible à cet égard, mais exigera que la page de couverture indique clairement les références aux dispositions applicables. Ainsi, il doit par exemple être clairement indiqué que le document en question est à considérer comme un « prospectus de base » au sens de la loi luxembourgeoise transposant la Directive Prospectus. En ce qui concerne par contre la désignation de

« final terms » par l'expression de « pricing supplement », il convient d'adopter une approche plus prudente étant donné que le terme de supplément implique une approbation sous la Loi Prospectus alors que les conditions définitives ne sont pas approuvées.

16. Peut-on rédiger un seul prospectus de base pour des valeurs mobilières en vue de leur admission sur le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg et sur le marché EuroMTF ?

Il est en principe possible d'établir un seul prospectus de base pour les deux programmes (relatifs au marché réglementé et au marché EuroMTF), à condition que le document reste clair et compréhensible.

17. Est-ce que des valeurs mobilières peuvent être admises sur EuroMTF et de même être considérées comme cotées au sens de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs ?

Oui, cela est dorénavant possible sous la nouvelle version du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg - cf. Chapitre XII du règlement d'ordre intérieur approuvé par l'arrêté ministériel du 29 juin 2005 portant approbation du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg publié au Mémorial A - N° 99 du 12 juillet 2005. Selon l'article 1^{er} du chapitre XII ce dernier concerne les conditions d'admission d'actifs financiers qui sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission à la cote officielle de la Bourse de Luxembourg et les règles pour l'admission de ces actifs financiers à la négociation sur un marché opéré par la Bourse de Luxembourg. Ainsi, une demande d'admission à la négociation sur un marché opéré par la Bourse de Luxembourg introduite auprès de celle-ci en vertu du règlement d'ordre intérieur vaut simultanément demande d'admission à la cote officielle. A la demande de l'émetteur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation, un actif financier peut ne pas être admis à la cote officielle. L'admission d'actifs financiers à la négociation sur un marché réglementé est régie par les sections 1 et 2 du sous-chapitre 2 du chapitre XII et par le sous-chapitre 3 du chapitre XII. L'admission d'actifs financiers à la négociation sur un marché réglementé par la Bourse de Luxembourg (c'est-à-dire le nouveau marché EuroMTF) est régie par les sections 3 et 4 du sous-chapitre 2 et par le sous-chapitre 3 du chapitre XII.

Par ailleurs, on peut rappeler que la CSSF considère le nouveau marché EuroMTF fonctionnant auprès de la Bourse de Luxembourg comme un marché « réglementé » (non au sens de la MIFID), en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public. Les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire négociés sur le marché EuroMTF constituent des placements éligibles pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières soumises à la partie I de la loi du 30 mars 1988,

respectivement de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

18. Quelle est la définition d'un OPC fermé dans le cadre de la Loi Prospectus ?

Un OPC est considéré comme fermé sous la Directive Prospectus lorsqu'il n'existe aucun droit au rachat en faveur de l'investisseur. Cette définition est spécifique à la réglementation sur les prospectus et ne porte pas préjudice à la qualification donnée sous la réglementation OPC.

Lorsqu'un OPC décide, au cours de sa vie, d'ouvrir le fonds (fermé au sens de la Loi Prospectus) et de permettre le rachat des titres, la CSSF pourrait pour les besoins de la Loi Prospectus en principe le (re)considérer comme un OPC ouvert.

19. Quelle est la différence entre l'obligation de publier un « supplément » au prospectus et les publications en matière de « *price sensitive information* » ?

Pour les valeurs mobilières qui ont été cotées sous l'ancienne réglementation et qui ne sont pas encore arrivées à échéance, une notice au sens du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg (relative à des « *price sensitive information* ») doit toujours être publiée. Cette règle générale vaut également pour le nouveau régime. Un prospectus est toujours publié pour une finalité précise ; après l'admission à la négociation sur un marché réglementé d'une émission, ce sont les dispositions régissant les obligations continues qui déterminent la voie d'information des investisseurs. À l'exception des suppléments relatifs à un prospectus de base pour un programme (qui peut/doit être approuvé durant toute la durée de validité du programme en question), il n'y aura pas de « supplément » qui sera « approuvé » par la CSSF ou la Bourse de Luxembourg après le début de la négociation d'une valeur mobilière (émise en *stand-alone*) sur un marché réglementé.

Dans ce sens, il a été précisé dans la Loi Prospectus qu'un « Supplément au prospectus » concerne « tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé. » Après les événements mentionnés, les obligations continues de l'émetteur régissent la publication d'informations importantes. Cette approche reste en fait identique à celle des anciennes dispositions.

En résumé, pour les valeurs mobilières cotées selon l'ancienne réglementation, la Bourse de Luxembourg est responsable pour le suivi des obligations continues des émetteurs. Ainsi, les émetteurs vont actuellement soumettre en pratique un document

explicitant une « price sensitive information » à la Bourse de Luxembourg pour vérification informelle⁴ (mais non pour approbation ou visa) et ensuite publier ce document au Luxembourg selon les règles de publication du règlement d'ordre intérieur et, le cas échéant, les conditions générales des valeurs mobilières concernées. L'émetteur est bien évidemment entièrement responsable en ce qui concerne l'exactitude des informations concernées et leur conformité aux obligations légales et réglementaires. Ce mécanisme aurait en principe vocation à s'appliquer jusqu'à l'échéance des valeurs concernées, mais la transposition au Luxembourg des directives abus de marché et transparence vont donner compétence en cette matière à la CSSF. Ce transfert de compétences ne va cependant pas altérer les principes détaillés ci-dessus.

20. À quel moment les émetteurs devront-ils appliquer pour la première fois l'exigence du document annuel de l'article 14 de la Loi Prospectus ?

L'exigence relative à un document annuel (au moins une fois par an) sera pour la première fois d'application pour un émetteur en rapport avec son premier exercice financier complet qui a commencé (pour les 12 mois) à la date de - ou après - la mise en vigueur de la Loi Prospectus. En pratique, par exemple, pour un exercice financier d'un émetteur commençant le 1^{er} janvier 2006 et prenant fin le 31 décembre 2006, les chiffres 2006 seront généralement publiés en avril 2007. Dans ce cas, lorsque le document annuel est également publié en avril, ce dernier contiendra ou mentionnera toutes les informations publiées ou rendues publiques par l'émetteur au cours des douze derniers mois, c'est-à-dire d'avril 2006 à avril 2007. Dans cet exemple, le prochain document annuel devra en principe être publié au plus tard en avril 2008.

21. Quel est l'impact de la nouvelle réglementation sur les prospectus pour des Global Depositary Receipt (GDR) ?

Le principe tel qu'appliqué avant l'entrée en vigueur de la Loi Prospectus et du Règlement Prospectus, selon lequel on peut préparer un prospectus pour GDR avec un montant global de l'émission limité vers le haut (« Up to ») sera maintenu sous le nouveau régime prospectus. En effet, cela permettra à l'émetteur d'émettre (ou de retirer du marché) des GDR (en fonction des actions représentées par les GDR) sans pour autant devoir produire à chaque fois de nouveaux prospectus, sous condition que le montant limite déterminant un nombre maximum de GDR ne soit pas dépassé.

⁴ De même, on peut rappeler dans ce contexte, que la CSSF ne contrôlera *a priori* pas le contenu des publicités émises par les émetteurs ou intermédiaires sur des valeurs mobilières avant leur utilisation (ceci n'empêche cependant pas la CSSF de procéder à un contrôle *a posteriori* ; notamment en vue d'une qualification éventuelle des publications concernées d'une « offre au public »).

22. Est-il concevable de faire des programmes de GDR ?

Considérant que les GDR sont des « titres autres que de capital », il sera possible de créer des programmes de GDR.

23. Quel est l'impact de la nouvelle réglementation sur les prospectus pour obligations convertibles en GDR ?

Dans ce cas précis, il faudra faire approuver un prospectus relatif aux obligations convertibles qui reprendra également (souvent par incorporation par référence) les informations relatives aux actions, respectivement aux GDR. Dans ce contexte, il est acceptable de faire approuver immédiatement un prospectus « Up to » pour les GDR en bénéficiant du principe énoncé sous 21, à condition que les GDR soient immédiatement admis à la négociation sur le marché réglementé (sans obligation cependant d'immédiatement émettre ces GDR).

24. Quelle est l'interprétation de la CSSF de la notion « les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières » de l'article 2. 1. j. de la Loi Prospectus ?

Dans la définition des « investisseurs qualifiés » de l'article 2. 1. j., la notion « les entités non agréées ou non réglementées dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières » doit être interprétée dans le sens qu'elle couvre les holdings 29 et peut couvrir des Soparfi, des SPV et toute autre entité dont l'objet social exclusif est le placement en valeurs mobilières (que ce soit en vertu de la loi - comme pour les holdings 29 - ou en vertu de l'objet social déterminé dans les statuts de l'entité en question.)

25. Sous quelles conditions la CSSF déléguera-t-elle l'approbation d'un prospectus à l'autorité compétente d'un autre Etat membre en vertu de l'article 7. 6. de la Loi Prospectus ?

Selon l'article 7. 6. de la Loi Prospectus, la CSSF peut déléguer l'approbation d'un prospectus à l'autorité compétente d'un autre Etat membre, avec l'accord de cette dernière. Il est à souligner que cette délégation ne pourra se faire qu'à l'initiative de la CSSF et non sur demande de l'émetteur. La CSSF ne déléguera pas l'approbation d'un prospectus pour laquelle elle est compétente à l'autorité compétente d'un autre Etat membre, sauf s'il existe des raisons qui empêchent en pratique l'approbation du prospectus par la CSSF.

26. Quelle est l'interprétation de la CSSF de l'article 3 de la Loi Prospectus relatif à des titres libellés dans une devise autre que l'euro ?

L'article 3 de la Loi Prospectus indique que « les émissions et offres de titres autres que de capital libellés dans une devise autre que l'euro bénéficient du même régime que ceux libellés en euro à condition que la valeur nominale unitaire de ces titres soit, à la date de l'émission ou de l'offre, équivalente ou presque équivalente aux montants en euros repris dans la présente loi. ». L'expression « à la date de l'émission ou de l'offre » ne donne pas un choix à l'offreur, mais la réalisation de la première des deux hypothèses (« the earlier of ») sera en principe déterminante. L'interprétation de la notion de « presque équivalent » sera appréciée au cas par cas à la date même de l'appréciation.

27. Quel est l'impact du régime linguistique en relation avec les documents incorporés par référence ?

Le régime linguistique général pour la Partie II de la Loi Prospectus est explicité en détail dans l'article 20 de la Loi Prospectus.⁵

⁵ Article 20 « 1. Lorsqu'une offre au public est faite ou une admission à la négociation sur un marché réglementé sollicitée sur le territoire du Luxembourg uniquement et que le Luxembourg est Etat membre d'origine, le prospectus est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas.

2. Lorsqu'une offre au public est faite ou lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans un ou plusieurs Etats membres à l'exclusion du Luxembourg et que le Luxembourg est Etat membre d'origine, le prospectus est établi soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes de ces Etats membres, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission sur un marché réglementé, selon le cas. Aux fins de l'examen à effectuer par la Commission, le prospectus est établi dans une langue acceptée par celle-ci, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, selon le cas. La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas.

3. Lorsqu'une offre au public est faite ou lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans plusieurs Etats membres y compris sur le territoire du Luxembourg et que le Luxembourg est Etat membre d'origine, le prospectus est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas. Le prospectus est également mis à disposition soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes de chaque Etat membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, selon le cas.

4. Lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée pour des titres autres que de capital dont la valeur nominale unitaire est au moins égale à 50.000 euros, le prospectus est établi soit dans une langue acceptée par les autorités compétentes des Etats membres d'origine et d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale, selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé, selon le cas.

5. Lorsqu'une offre au public est faite ou lorsqu'une admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée sur le territoire du Luxembourg et que le Luxembourg est Etat membre

En principe, la langue d'un document incorporé par référence ne doit pas obligatoirement être identique à celle du prospectus (la personne demandant l'approbation afin de « passe-porter » le prospectus, devra cependant veiller au respect du régime des langues de l'Etat membre d'accueil). L'incorporation par référence d'un document approuvé par l'autorité américaine, la SEC, est ainsi en principe possible en vertu de l'article 28 du Règlement Prospectus (alors que la CSSF conserve le droit d'apprécier la qualité de ces informations). En ce qui concerne l'incorporation par référence d'informations supplémentaires (non demandées par le Règlement Prospectus), une indication expliquant expressément que ces informations sont insérées sur base volontaire pour fournir des informations supplémentaires doit figurer dans le prospectus.

Ainsi, il ne se pose, en principe, pas de problème à ce que le prospectus contienne des documents par référence établis dans différentes langues, à condition toutefois qu'il s'agisse de langues acceptées par la CSSF en accord avec la Loi Prospectus. Il est néanmoins exigé que le prospectus respecte toujours le critère général de la lisibilité (c'est-à-dire que le prospectus soit complet, que les informations qu'il contient soient cohérentes et qu'il soit compréhensible).

28. Quelle est actuellement la portée de l'article 21 de la Loi Prospectus en relation avec l'approbation pour les émetteurs de pays tiers d'un prospectus qui a été établi selon la législation d'un pays tiers ?

Selon l'article 21 de la Loi Prospectus, lorsque le Luxembourg est Etat membre d'origine pour un émetteur qui a son siège statutaire dans un pays tiers, la CSSF peut approuver un prospectus se rapportant à une offre au public ou à une admission à la négociation sur un marché réglementé, qui a été établi selon la législation d'un pays tiers, pour autant que (i) le prospectus ait été élaboré selon des normes internationales édictées par les organisations internationales des commissions de valeurs, notamment les normes de publicité de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV/IOSCO), et (ii) les informations, notamment financières, requises soient équivalentes à celles exigées en application de la loi, et (iii) le prospectus soit rédigé dans une langue acceptée par la CSSF. Il est important de préciser dans ce contexte que l'OICV n'a actuellement que préparé un schéma pour actions (non pour obligations), et que cet article ne présente donc actuellement pas encore de grand intérêt pratique.

d'accueil, le prospectus est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas. »

29. Que peut-on considérer comme « document équivalent » dans le cadre d'une fusion ?

La question posée est de savoir si on peut considérer, pour les besoins de l'article 5. 3. c)⁶ de la Loi Prospectus, que le projet de fusion (prévu par la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales) est un document suffisant. Il y a d'abord lieu de noter que la disposition 5. 3. c) joue uniquement lorsque la fusion est considérée comme une offre au public de valeurs mobilières. Au cas contraire, l'opération ne rentre pas dans le champ d'application de la Loi Prospectus. Ainsi, la simple notification en vue d'une assemblée générale convoquée pour voter sur le projet de fusion ne constitue en principe pas une offre au public.

Il faut que le document relatif au projet de fusion puisse être considéré comme « équivalent ». Il n'a pas besoin d'être « identique » à un prospectus. Il faut néanmoins que toutes les informations à inclure dans un prospectus, en application du Règlement Prospectus, soient également contenues dans le document relatif au projet de fusion. Le document produit en vertu du droit des sociétés luxembourgeois ne peut être considéré comme un document « équivalent ».

Il est utile de préciser que les documents mentionnés sous l'article 5 paragraphe 3, et notamment ceux mentionnés sous b) et c)⁷, ne donnent pas droit au passeport européen.

30. Existe-t-il une structure obligatoire ou un ordre préétabli pour certaines informations qui sont à inclure dans un prospectus ?

L'article 26 du Règlement Prospectus sur la structure du prospectus de base et des conditions finales détermine dans son premier paragraphe l'ordre pour les informations suivantes :

- « 1) une table des matières claire et détaillée,
- 2) le résumé prévu à l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2003/71/CE,

⁶ L'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux offres au public portant sur [...] « les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées, à l'occasion d'une fusion, pour autant qu'un document contenant des informations considérées par la Commission comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soit disponible, compte tenu des exigences prévues par la législation communautaire en matière de fusion ».

⁷ « b) les valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange, pour autant qu'un document contenant des informations considérées par la Commission comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soit disponible, compte tenu des exigences prévues par la législation communautaire en matière d'offres publiques d'acquisition;

c) les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées, à l'occasion d'une fusion, pour autant qu'un document contenant des informations considérées par la Commission comme équivalentes à celles que doit contenir le prospectus soit disponible, compte tenu des exigences prévues par la législation communautaire en matière de fusion; »

- 3) les facteurs de risque liés à l'émetteur et à la ou aux catégories de valeurs mobilières faisant l'objet de la ou des émissions,
- 4) les autres éléments d'information requis dans les schémas et modules sur la base desquels le prospectus de base est établi. »

Le deuxième paragraphe de l'article 26 (qui limite la portée du premier en imposant une exception importante à l'ordre déterminé au paragraphe 1) est libellé comme suit : « Nonobstant le paragraphe 1, l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé définit librement l'ordre de présentation des éléments d'information requis dans les schémas et modules sur la base desquels le prospectus de base est établi. Les informations concernant les différentes valeurs mobilières couvertes par le prospectus de base sont clairement séparées. »

L'interprétation des paragraphes 1 et 2 de l'article 26 permet de dégager les deux principes suivants :

- (a) l'interprétation de l'expression « nonobstant » du deuxième paragraphe peut être comprise dans le sens que les facteurs de risques, sur base du fait qu'ils sont exigés par les schémas et modules, ne doivent pas obligatoirement être insérés directement derrière le résumé ; et
- (b) des autres informations, qui ne trouvent pas leur origine dans les schémas et modules, peuvent être insérées entre la table des matières et le résumé ou ailleurs.

Une flexibilité analogue se dégage des paragraphes 3 et 4 de l'article 25 du Règlement Prospectus.

31. Comment qualifier les émissions de type *repackaging*, *fiduciary notes* ou *loan participation agreement* pour les besoins du Règlement Prospectus ?

Des titres qui ne sont en fait qu'un simple « miroir » du titre sous-jacent (comme des GDR ou des FDR) sont considérés comme des « certificats représentatifs » des titres sous-jacents. Dès que le sous-jacent est en fait un pool de différents avoirs, ces titres sont à considérer comme des « asset backed securities ». Un pool d'avoirs qui consiste en des prêts entre entités d'un même groupe n'est pas à considérer comme constituant le sous-jacent d'une « asset backed security ».

Il est précisé que dans le cadre des émissions fiduciaires utilisant les dispositions de la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires, les informations à fournir sur le fiduciaire sont toujours celles qui sont exigées pour l'émetteur dans l'annexe concernant les certificats représentatifs.

32. Comment qualifier les émissions « tier 1 » sous le Règlement Prospectus ?

Pour les besoins de l'établissement d'un prospectus, la CSSF garde en principe l'ancienne approche par rapport aux émissions « tier 1 » du type « Trust Preferred Securities », c'est-à-dire de les considérer comme obligations au lieu de titres de capital, sous réserve évidemment d'une appréciation de cas en cas suivant la structure des émissions spécifiques. Si le titre n'est pas doté d'un droit de vote et s'il ne s'agit pas d'un titre convertible, il est considéré comme une obligation. Dans le cas contraire, il faut trancher la question au cas par cas selon l'analyse de la structure du titre.

33. Existe-t-il des dispositions transitoires en matière de référentiel IAS ?

L'article 35. 3. du Règlement Prospectus énonce au point 1) que « Jusqu'au 1^{er} janvier 2007, l'obligation de présenter dans le prospectus des informations financières historiques retraitées conformément au règlement (CE) n° 1606/2002, telle qu'énoncée à l'annexe (...) ne s'applique pas aux émetteurs de pays tiers (...) dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé au 1^{er} janvier 2007 ». La référence « au 1^{er} janvier 2007 » doit être comprise au sens « **avant** le 1^{er} janvier 2007 ».

34. Quelles normes comptables sont actuellement jugées équivalentes au référentiel IAS ?

Le Règlement Prospectus oblige les émetteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé européen de présenter leurs comptes suivant les normes comptables IAS/IFRS ou suivant des normes comptables nationales de pays tiers à l'Union européenne sous condition que ces normes soient considérées comme étant équivalentes aux normes comptables IAS/IFRS. CESR a considéré que les normes applicables au Japon, Etats-Unis et Canada peuvent être considérées comme équivalentes à celles de l'IAS/IFRS sous certaines conditions.

Etant donné que le Règlement Prospectus prévoit une disposition transitoire en son article 35. 3, la question se posera de manière plus étendue après le 1^{er} janvier 2007 et avec la transposition de la directive transparence - et sera réglée dans ce contexte.

35. Quel est l'impact pratique de l'article 35. 3. du Règlement Prospectus sur les dispositions transitoires en matière d'informations financières historiques ?

L'article 35. 3. du Règlement Prospectus dispose que :

« Jusqu'au 1^{er} janvier 2007, l'obligation de présenter dans le prospectus des informations financières historiques retraitées conformément au règlement (CE) n° 1606/2002, telle qu'énoncée à l'annexe I, point 20.1, à l'annexe IV, point 13.1, à l'annexe VII, point 8.2, à l'annexe X, point 20.1, et à l'annexe XI, point 11.1, ne s'applique pas aux émetteurs de pays tiers:

- 1) dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé au 1^{er} janvier 2007;
- 2) qui ont élaboré et présenté des informations financières historiques selon les normes comptables nationales d'un pays tiers.

Dans ce cas, les informations financières historiques sont accompagnées d'informations plus détaillées et/ou complémentaires lorsque les états financiers inclus dans le prospectus ne donnent pas une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats de l'émetteur. »

Il est à relever que les dispositions transitoires en matière d'informations financières historiques ne couvrent donc pas toutes les annexes et que celles mentionnées à l'article 35. 3. concernent plutôt des valeurs pour distribution « retail ». Les annexes afférentes demandent, en l'absence d'équivalence IAS, un « restatement » des informations financières des émetteurs de pays tiers. Ainsi, le point 20.1 de l'annexe I dispose par exemple que « pour les émetteurs des pays tiers, elles doivent être établies conformément aux normes comptables internationales adoptées en application de la procédure prévue à l'article 3 du règlement (CE) n° 1606/2002 ou aux normes comptables nationales d'un pays tiers équivalentes à ces normes. En l'absence d'équivalence, les informations financières doivent être présentées sous la forme d'états financiers retraités. » Il est cependant important de rappeler que la référence « au 1^{er} janvier 2007 » dans l'article 35. 3. du Règlement Prospectus doit être comprise au sens « **avant** le 1^{er} janvier 2007 ». Ainsi, ces émetteurs seront obligés de présenter des informations financières retraitées seulement à partir de 2007.

En ce qui concerne les annexes non couvertes par les dispositions transitoires de l'article 35. 3. du Règlement Prospectus (s'agissant en principe de cas de figure « wholesale »), l'annexe IX prévoit par exemple sous son point 11.1:

« Pour les émetteurs des pays tiers, elles doivent être établies conformément aux normes comptables internationales adoptées en application de la procédure prévue à l'article 3 du règlement (CE) n° 1606/2002 ou aux normes comptables nationales d'un pays tiers équivalentes à ces normes. Autrement, les informations suivantes doivent être incluses dans le document d'enregistrement:

- (a) une déclaration mettant en évidence le fait que les informations financières historiques incluses dans le document d'enregistrement n'ont pas été élaborées conformément aux normes comptables internationales adoptées en application de la procédure prévue à l'article 3 du règlement (CE) n° 1606/2002 et qu'elles pourraient présenter des différences significatives par rapport à l'application dudit règlement;

(b) immédiatement après les informations financières historiques, une description des différences existant entre les normes comptables internationales adoptées en application de la procédure prévue à l'article 3 du règlement (CE) n° 1606/2002 et les principes comptables appliqués par l'émetteur dans l'élaboration de ses états financiers annuels. (...) »

Il est à remarquer que la déclaration visée sous (a) ne devrait pas poser de problème aux émetteurs et que la description visée sous (b) sera en principe basée sur un document standard (énonçant les différences pertinentes que de manière abstraite et n'exigeant pas de retraitement des informations individuelles). Il est rappelé dans ce contexte que les **normes comptables** en vigueur aux Etats-Unis, au Canada et au Japon sont considérées - sous certaines conditions - comme équivalentes au niveau européen.

En ce qui concerne les **normes d'audit** (pour le régime desquelles il n'existe pas de dispositions transitoires), le point 11.1 de l'annexe IX poursuit que:

« Les informations financières historiques annuelles doivent faire l'objet d'une vérification indépendante ou d'une mention indiquant si, aux fins du document d'enregistrement, elles donnent une image fidèle, conformément aux normes d'audit applicables dans un État membre ou à une norme équivalente. Autrement, les informations suivantes doivent être incluses dans le document d'enregistrement:

- a) une déclaration mettant en évidence les normes d'audit appliquées;
- b) une explication de tout écart significatif par rapport aux normes internationales d'audit. »

Dans ce même contexte, le point 20.1 de l'annexe I énonce le principe stricte que :

« Les informations financières historiques annuelles doivent faire l'objet d'une vérification indépendante ou d'une mention indiquant si, aux fins du document d'enregistrement, elles donnent une image fidèle, conformément aux normes d'audit applicables dans un État membre ou à une norme équivalente. »

36. Un garant est-il automatiquement obligé de produire des chiffres sous IFRS ?

En principe, un garant doit donner les mêmes informations dans le prospectus que l'émetteur. En ce qui concerne des sociétés originaires d'un pays membre de l'Union européenne, il a été retenu qu'une société figurant comme garant dans un prospectus en relation avec des valeurs mobilières ne doit pas préparer ses chiffres selon les normes IFRS du seul fait que cette société est garant en relation avec ces valeurs mobilières. En d'autres termes, un garant dont les valeurs mobilières ne sont pas admises à la négociation à un marché réglementé ne tombe pas sous l'obligation de préparer des comptes consolidés sous IFRS (sauf bien évidemment si sa législation

nationale lui impose ce référentiel). Sa qualité de garant de valeurs mobilières offertes au public à Luxembourg ou admises à la négociation sur un marché réglementé au Luxembourg n'entraîne en effet pas d'obligation indépendante de préparer des comptes consolidés sous IFRS.

37. Sous quelles conditions faut-il inclure un « Cash flow statement » (tableau de financement) dans un prospectus ?

En ce qui concerne l'obligation d'inclure un tableau de financement dans un prospectus, le texte du Règlement Prospectus prévoit notamment dans son annexe IV (schéma relatif au document d'enregistrement pour les titres d'emprunt et instruments dérivés d'une valeur nominale unitaire inférieure à 50.000 euros) que si les informations financières historiques « *sont établies conformément à des normes comptables nationales, les informations financières vérifiées exigées au titre de la présente rubrique doivent inclure au minimum: a) le bilan; b) le compte de résultat; c) le tableau de financement; et d) les méthodes comptables et notes explicatives. Les informations financières historiques annuelles doivent faire l'objet d'une vérification indépendante ou d'une mention indiquant si, aux fins du document d'enregistrement, elles donnent une image fidèle, conformément aux normes d'audit applicables dans un État membre ou à une norme équivalente.* »

Dans ce contexte, une première question se pose de savoir si un émetteur, respectivement un garant, qui n'est pas tenu de préparer un tableau de financement en vertu de ses normes comptables nationales (et qui par conséquent n'en a pas préparé), doit fournir un tel tableau étant donné que seul le schéma du Règlement Prospectus le requiert (à travers les dispositions traitant des informations financières historiques à insérer dans le prospectus). Il s'y ajoute une deuxième question relative au contrôle des tableaux de financement par le réviseur de l'émetteur (ou du garant).

La CSSF retient qu'en principe, l'émetteur (respectivement le garant) doit préparer un tableau de financement au cas où le schéma du Règlement Prospectus qui lui est applicable le requiert et que ce tableau de financement doit avoir été vu et commenté (« *reported on* ») par le réviseur (sans pour autant que ce dernier soit obligé de confirmer que le tableau « *gives a true and fair view* »).⁸ Dans le prospectus, il y a lieu de reprendre le tableau ainsi que le commentaire du réviseur.

⁸ Des formules qui ont été acceptées par la CSSF dans le passé sont par exemple les suivantes : « *At the request of X, the independent auditor of X has compared the amounts included in the above table not derived from the audited non-consolidated financial statements and/or unaudited non-consolidated interim financial statements and/or X accounting records with the corresponding amount in schedules and analyses prepared by X from its accounting records and found them to be in agreement after giving effect to rounding, if applicable.* » ou au moins « *The cash flow table for the financial years 2004 and 2003 which is based on the audited financial data of the said years and of which the method of calculation and the calculations themselves have been approved by the Issuer's auditors, can be found hereunder: (...)* ».

Ce principe est toujours valable, sauf si, par exception, l'émetteur (respectivement le garant) peut clairement démontrer qu'il s'agit d'un élément d'information qui n'est pas pertinent pour son cas précis. En effet, l'article 23, point 4. du Règlement Prospectus précise que « *Par dérogation aux articles 3 à 22, tout élément d'information requis dans les schémas et modules prévus aux articles 4 à 20, ou tout élément d'information équivalent, qui n'est pas pertinent pour l'émetteur, l'offre ou les valeurs mobilières auxquelles le prospectus se rapporte, peut être omis.* » Il appartient à l'émetteur (respectivement au garant) de fournir, dans le cadre de l'approbation de son prospectus, une explication claire des raisons qui justifieraient l'application de cet article 23, point 4. à sa situation. La CSSF pourra exiger que le réviseur se prononce sur cette explication. L'émetteur devra en principe inclure les explications utiles dans le prospectus.

Il est important de rappeler dans ce contexte que l'application de l'article 23, point 4. ne peut se faire de façon globale et d'office à certaines catégories d'émetteurs ou d'émissions.

38. Faut-il à chaque fois indiquer l'organisme professionnel des contrôleurs légaux des comptes ?

En ce qui concerne les contrôleurs légaux des comptes, le Règlement Prospectus exige clairement, outre le fait de faire figurer le nom et l'adresse des contrôleurs légaux des comptes de l'émetteur dans le prospectus, que l'appartenance à un organisme professionnel soit indiquée. Ainsi, dans le cas des contrôleurs luxembourgeois, l'Institut des réviseurs d'entreprises (IRE) doit être mentionné. En ce qui concerne l'Angleterre, il sera suffisant que les contrôleurs légaux des comptes indiquent qu'ils sont des « chartered accountant » (au sens du « Institute of Chartered Accountants in England & Wales »).

39. Quelles taxes faut-il payer pour l'approbation d'un prospectus ?

Le règlement grand-ducal du 10 novembre 2003 relatif aux taxes à percevoir par la Commission de Surveillance du Secteur Financier tel que modifié notamment par le Règlement grand-ducal du 3 août 2005 relatif aux prospectus pour valeurs mobilières (Mémorial A - N° 143 du 2 septembre 2005) introduit le tarif des taxes forfaitaires à percevoir par la CSSF des personnes sollicitant l'admission à la négociation sur un marché réglementé⁹, offreurs ou émetteurs demandant l'approbation d'un prospectus dans le cadre de la partie II et du chapitre 1 de la partie III de la Loi Prospectus. Par l'introduction d'une nouvelle section H. à l'article 1^{er} «Tarif des taxes forfaitaires»

⁹ Il convient dans ce contexte de ne pas confondre les personnes sollicitant l'admission à la négociation sur un marché réglementé et les agents introducteurs précités (*listing agents*) qui présentent les demandes d'admission en qualité de mandataire de l'émetteur ou de la personne qui sollicite l'admission.

du règlement grand-ducal du 10 novembre 2003, les personnes pré-mentionnées seront redevables d'une taxe (d'un montant ou bien de 2.500EUR, de 2.000EUR ou de 1.500EUR dépendant de la nature du prospectus) en relation avec le document soumis pour approbation à la CSSF.

En ce qui concerne plus particulièrement les OPC fermés (couverts par la Loi Prospectus), il a été jugé utile de préciser dans la section C. « Organismes de placement collectif » de l'article 1^{er} du règlement grand-ducal du 10 novembre 2003 que les OPC fermés luxembourgeois et étrangers ne devront payer pour l'instruction de chaque demande d'agrément et d'approbation de leur prospectus que la « taxe prospectus » (due en vertu de la nouvelle section H). Par ailleurs, on peut soulever que dans le cadre d'une notification par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine sous l'article 18 de la Loi Prospectus et en relation avec un OPC fermé, aucune taxe n'est due au Luxembourg. Ceci est justifié par le fait que l'article 18 dispose entre autres que la CSSF n'engage dans ces cas ni procédure d'approbation ni aucune procédure administrative à l'égard de ces prospectus.

40. Qui contacter en cas de questions supplémentaires ?

Françoise Kauthen
francoise.kauthen@cssf.lu
++352 26251-232

Annick Zimmer
annick.zimmer@cssf.lu
++352 26251-376

Gilles Hauben
gilles.hauben@cssf.lu
++352 26251-454

Jean-Christian Meyer
jean-christian.meyer@cssf.lu
++352 26251-452

41. Échange de valeurs mobilières suite à l'enregistrement avec la SEC

Certains émetteurs veulent obtenir une admission au marché réglementé de la Bourse de Luxembourg pour des valeurs mobilières qui n'ont pas été enregistrées auprès de la SEC (et pour lesquelles des restrictions de transfert sont par conséquent applicables). Par la suite, ces émetteurs projettent d'enregistrer une documentation pour les valeurs mobilières auprès de la SEC et offrent les titres ainsi enregistrés aux investisseurs en échange pour les titres non enregistrés. Sous l'ancienne législation, la position de la CSSF était de dire que pour cette « offre d'échange » un nouveau

prospectus n'était pas nécessaire, sous condition que le premier prospectus exprimait déjà en détail les conséquences et les modalités de cet échange. Il est à remarquer cependant qu'un certain laps de temps peut s'écouler entre l'admission au Luxembourg des premiers titres non enregistrés et l'enregistrement auprès de la SEC, que l'émetteur produit généralement un nouveau prospectus (qui est à jour à la date de l'offre d'échange et peut contenir des informations nouvelles significatives) pour la SEC, que les titres initiaux ne sont pas juridiquement identiques aux titres enregistrés (les mêmes conditions s'appliquent sauf pour la date d'émission et les restrictions de transfert). Au vu de ce qui précède et à condition que le prospectus approuvé pour l'admission à la négociation des titres non enregistrés auprès de la SEC reprend déjà les modalités et conditions des titres offerts en échange et de l'offre elle-même, sous le nouveau régime de la Directive Prospectus, la CSSF estime qu'au cas où un fait nouveau significatif a surgi un supplément au prospectus approuvé devra être préparé par l'émetteur et approuvé par la CSSF pour l'admission à la négociation des titres enregistrés à la Bourse de Luxembourg (et/ou pour l'offre publique d'échange s'il y a lieu). Ce supplément s'établira sous les dispositions de l'article 13 de la Loi Prospectus et peut incorporer par référence des parties du prospectus enregistré auprès de la SEC. S'il n'y a pas lieu de préparer un supplément (alors qu'il n'y a pas d'informations nouvelles significatives), les informations sur l'échange (telles que le nombre de titres échangés et le numéro ISIN des titres enregistrés) sont à déposer au Luxembourg et à publier en accord avec l'article 10 de la Loi Prospectus.

42. Obligations émises sous un programme « ancien régime » mais non cotées

Un *Pricing Supplement* documentant une tranche d'obligations sous un *Offering Circular* d'un programme « ancien régime » qui à l'époque n'avaient pas été cotées à la Bourse de Luxembourg peut en principe être annexé à des *Final Terms* (émises sous un base prospectus qui est « PD compliant ») afin d'obtenir une admission au marché réglementé de la Bourse de Luxembourg pour cette tranche. (Cette solution est similaire à la réponse donnée à la question 10 dans le document des « 40 Questions / Réponses »).

43. Incorporation par référence

Dans le cas d'une incorporation par référence d'un document, il faut préciser dans le prospectus que les informations qui ne sont pas mentionnées dans le tableau de correspondance sont incorporées « for information purposes only ». Ceci s'avère nécessaire pour garantir que l'incorporation satisfasse aux critères de bonne compréhension et de clarté établis par la Loi Prospectus (étant donné que la CSSF permet aux émetteurs de prévoir un tableau de correspondance non exhaustif par rapport aux documents incorporés par référence).

44. Organisations publiques internationales

L'article 4. 2 de la Loi Prospectus détermine que la partie II ne s'applique entre autres pas « aux valeurs mobilières autres que des titres de capital émises par un Etat membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un Etat membre, par les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs Etats membres, par la Banque centrale européenne ou par les banques centrales des Etats membres. » Il est retenu que les émetteurs qui prétendent être des organisations publiques internationales doivent en rapporter la preuve et l'affirmer, en principe, dans le prospectus.

45. Programmes multi-émetteurs

Il avait déjà été retenu que la compilation de plusieurs prospectus de base (programmes multi-émetteurs ou différents programmes d'un même émetteur) est seulement acceptable si cette présentation est justifiée et donc notamment s'il y a un certain lien entre les émetteurs (c'est-à-dire, dans le cas de sociétés, qu'elles font notamment partie d'un même groupe). Il est retenu que les émetteurs qui veulent établir des programmes multi-émetteurs doivent rapporter la preuve d'un lien justifiant l'établissement d'un prospectus joint dans leur cas particulier et la CSSF appréciera cette justification au cas par cas à la lumière de la réglementation « prospectus » et de la présentation des informations.

46. La dénomination d'un prospectus

Suite aux premières discussions concernant la dénomination d'un prospectus qui est utilisé aux Etats-Unis et en Europe, il a été retenu qu'une formule exprimant que « This offering memorandum comprises a prospectus for the purposes of Article 5.4 of the Prospectus Directive » sur la page de couverture d'un Information Memorandum américain est également acceptable et suffisante pour la CSSF.

47. Changement des conditions générales dans le cadre d'un programme Prospectus de base / « final terms »

Les principes applicables au changement des conditions générales dans le cadre d'un programme peuvent être résumés ainsi :

- (i) Des final terms ne peuvent pas changer les conditions générales du programme (contenues dans le prospectus de base) de façon générale et pour des tranches futures (mais seulement pour la tranche émise sous ces final terms) et il faudra donc utiliser un « supplément » pour changer les conditions générales d'un programme.

(ii) Des final terms peuvent introduire des changements aux conditions générales pour leur tranche (donc pour un « particular trade »), mais des final terms ne devraient pas être utilisées si des conditions entièrement différentes sont prévues pour cette tranche (l'utilisation d'un unitary prospectus sera plus adéquate dans ce cas).

48. Annexe XII du Règlement Prospectus

Alors que le schéma de la note relative aux instruments dérivés s'applique à toutes les obligations qui présentent un remboursement à échéance différent de 100% (qui, d'un point de vue économique, ne seraient toutefois *a priori* pas à considérer comme des instruments dérivés), les différents points de l'annexe XII qui, le cas échéant, requièrent des informations inappropriées (p. ex. sur le sous-jacent) ne s'appliquent tout simplement pas dans de tels cas.

49. Présentation des comptes annuels et du rapport annuel

En relation avec la présentation des informations financières historiques sur deux exercices, il est acceptable que des comptes annuels (tableaux et annexes) pour deux exercices différents soient présentés dans un même document.

50. Instruments financiers non couverts par la Directive Prospectus

Alors qu'un émetteur peut en principe émettre sous un prospectus de base approuvé en accord avec la partie II de la Loi Prospectus des valeurs mobilières qui ne sont pas couvertes par le champ d'application de cette partie, la CSSF peut éventuellement demander dans des cas exceptionnels à cet émetteur d'inclure une remarque similaire à la formule suivante dans son prospectus de base en vue de clarifier la portée de l'approbation :

"Under the Luxembourg Law on Prospectuses for Securities which implements the Prospectus Directive, prospectuses relating to money market instruments having a maturity at issue of less than 12 months and complying also with the definition of securities are not subject to the approval provisions of Part II of such law."

Considérant cependant que l'émetteur est principalement concerné par cette précision, la CSSF ne demandera en principe pas que cette formule soit incluse dans le prospectus lequel reprend des informations à l'adresse des investisseurs, mais pourra rappeler la portée de l'approbation du prospectus à l'émetteur ou à ses conseils (par voie de téléphone, de courrier ou à travers un autre quelconque moyen).

51. « Fiduciary Notes » représentatives d'une émission obligataire sous la loi luxembourgeoise / Règlement Prospectus

Les annexes du Règlement Prospectus mentionnées ci-dessous sont à utiliser pour un prospectus relatif à des obligations fiduciaires lorsque, par exemple, la BanqueX émet des obligations fiduciaires représentatives d'un emprunt de la société YCorp (et ayant une dénomination de EUR 50.000.- ou plus) :

- Annexe XIII : « securities note » à utiliser pour la description des conditions attachées aux obligations fiduciaires émises par BanqueX ;
- Annexe XIII, section 4 uniquement à utiliser pour la description des conditions de l'emprunt sous-jacent de la société YCorp ;
- Annexe IX : « registration document » à appliquer pour la description de l'« émetteur sous-jacent » YCorp ; et
- Annexe X, section 26 pour l'émetteur des obligations fiduciaires (BanqueX).

52. Informations financières d'un SPV

En principe, un SPV (*special purpose vehicle*) émettant des valeurs mobilières doit inclure des chiffres audités dans le prospectus relatif à ces valeurs mobilières. Il est important de comprendre dans ce contexte que les SPV émettant des ABS (*asset backed securities*) doivent préparer un prospectus sur base, entre autres, de l'annexe VII qui précise expressément dans son point 8.1. que : « Si l'émetteur n'est pas entré en activité depuis la date de sa constitution ou de son établissement et n'a pas encore élaboré d'états financiers à la date du document d'enregistrement, inclure dans celui-ci une déclaration le précisant ». Si le SPV n'est pas encore entré en activité, il ne doit pas préparer de bilan d'activité (et le point 8.2. sur les informations financières historiques n'est pas applicable). Le début de l'« activité » du SPV concerne son activité principale et est à analyser par rapport à son objet social. Ainsi, par exemple, la couverture de frais n'est pas susceptible de constituer une entrée en activité du SPV.

Selon l'article 10 paragraphe 2 de la Loi Prospectus : « Lorsque le Luxembourg est Etat membre d'origine, la Commission peut dispenser d'inclure dans le prospectus certaines informations prévues dans la loi, si elle estime: (...) c) que ces informations sont d'une importance mineure uniquement pour une offre spécifique ou une admission à la négociation spécifique sur un marché réglementé et qu'elles ne sont pas de nature à influencer l'évaluation de la situation financière et des perspectives de l'émetteur, de l'offreur ou du garant éventuel. » Il est à préciser dans ce contexte (i) que cette dispense ne peut être donnée que si l'émetteur fait une demande écrite motivée et (ii) que le fait que la dispense a été donnée sera mentionné par la CSSF dans le certificat notifié aux autorités compétentes des autres Etats membres. En ce qui concerne plus particulièrement les SPV (auxquels l'annexe VII ne s'applique pas parce qu'ils n'émettent pas de ABS), ces derniers peuvent, le cas échéant, faire une demande motivée de dispense en relation avec leurs premiers comptes annuels. La

demande de dispense doit contenir les arguments précis selon lesquels, dans leur cas spécifique (activité de l'émetteur, nature des valeurs mobilières), ces informations seraient d'une importance mineure (notamment si l'émetteur n'est pas entré en activité). Si la demande est dûment justifiée, la CSSF accordera une dispense dans ce sens.

53. « New Hampshire » Statement

Il sera toujours possible d'insérer une telle clause dans un prospectus après la page de couverture.

54. Supplément et comptes annuels

Il est impossible, en ce qui concerne la Partie II de la Loi Prospectus, d'incorporer par référence des informations financières futures. Actuellement, l'émetteur doit préparer un supplément relatif à son prospectus de base, chaque fois qu'il est d'avis que les informations financières concernées sont à considérer comme des faits nouveaux significatifs.

Par contre, sous les régimes de la Partie III (et de la Partie IV) de la Loi Prospectus, il est possible d'incorporer par référence des informations financières futures. Ainsi, l'article 36 de la Partie III de la Loi Prospectus dispose que « des informations peuvent être incluses dans le prospectus simplifié par référence à un ou plusieurs documents publiés antérieurement, simultanément ou ultérieurement ».

55. Modes de publication: article 16 de la Loi Prospectus

Selon l'article 16. 2. de la Loi Prospectus, un prospectus est réputé être mis à la disposition du public dès qu'il est publié selon l'une des modalités suivantes:

- a) par insertion dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans les Etats membres où l'offre au public est faite ou l'admission à la négociation sollicitée, ou
- b) sous une forme imprimée mise gratuitement à la disposition du public dans les bureaux du marché sur lequel les valeurs mobilières sont admises à la négociation, ou au siège statutaire de l'émetteur et dans les bureaux des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les valeurs mobilières concernées, y compris ceux chargés du service financier, ou
- c) sous une forme électronique sur le site Internet de l'émetteur et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les valeurs mobilières concernées, y compris ceux chargés du service financier, ou

d) sous une forme électronique sur le site Internet du marché réglementé où l'admission à la négociation est sollicitée, ou

e) sous une forme électronique sur le site Internet de la CSSF (respectivement de la Bourse de Luxembourg en vertu de l'article 16. 4.).

Ainsi, par exemple, au cas où des obligations font l'objet d'une offre au public dans un Etat membre autre que le Luxembourg, que cet Etat est également l'Etat membre d'origine, que les obligations sont de plus admises à la négociation sur un marché réglementé dans cet Etat membre et que ces mêmes obligations bénéficieront du « passeport européen » en vue d'une offre au public au Luxembourg (mais ne seront pas admises à la négociation sur le marché réglementé luxembourgeois), la publication d'un prospectus sur le site Internet de ce marché réglementé est suffisante au regard de l'article 16 de la Loi Prospectus pour les besoins de l'offre au public au Luxembourg.

En d'autres termes, les différents modes de publication de l'article 16. 2. de la Loi Prospectus sont à analyser littéralement et notamment le sous-paragraphe « d) sous une forme électronique sur le site Internet du marché réglementé où l'admission à la négociation est sollicitée » a pour conséquence dans notre exemple que l'obligation de publication du prospectus (contenant les conditions de l'offre au public au Luxembourg, respectivement en vertu desquelles un supplément est publié) est remplie par la publication du prospectus sur le site Internet du marché réglementé (non luxembourgeois) où l'admission à la négociation est sollicitée.

56. Modes de publication: article 10 de la Loi Prospectus

L'article 10(1) de la Loi Prospectus dispose que (i) lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif des valeurs mobilières qui seront offertes au public ne peuvent être inclus dans le prospectus et que (ii) le Luxembourg est l'Etat membre d'origine, une notice contenant le prix définitif de l'offre ainsi que le nombre de valeurs mobilières offertes (i) doit être déposée auprès de la CSSF et (ii) sera publiée selon les modalités prévues à l'article 16. 2. de la Loi Prospectus.

Au cas où une offre au public est faite au Luxembourg et où le Luxembourg n'est pas l'Etat membre d'origine, une telle notice doit également être notifiée à la CSSF (et publiée au Luxembourg si les conditions de l'article 16. 2. ne sont pas déjà autrement remplies). La procédure à suivre pour remplir cette obligation est identique à celle prévue pour les conditions finales.

57. Valeurs mobilières de la même catégorie

Le point 6.2. de l'annexe XII (instruments dérivés) du Règlement Prospectus dispose qu'il faut « mentionner tous les marchés réglementés ou tous les marchés équivalents sur lesquels, à la connaissance de l'émetteur, sont déjà négociées des valeurs mobilières de la même catégorie que celles qui doivent être offertes ou admises à la négociation. »

Dans le cadre de ce point particulier, l'expression « valeurs mobilières de la même catégorie » (« *same class of securities* ») n'est pas à comprendre dans le sens que toutes les émissions de ce même émetteur doivent être mentionnées, mais que seulement les valeurs mobilières de l'émission décrite dans le prospectus en question ou des titres fongibles avec ces valeurs mobilières sont visées.

58. Fonds de titrisation

Le champ d'application de la Partie II de la Loi Prospectus est défini à l'article 4 tandis que son article 29 définit le champ d'application de la Partie III. En ce qui concerne la Partie II, les instruments financiers non visés sous cette Partie II sont énumérés dans le paragraphe 2 de l'article 4 de la Loi Prospectus. Il est ainsi notamment précisé que les parts émises par les OPC du type autre que fermé ne sont pas couvertes par la Partie II. La Partie III s'applique aux valeurs mobilières et à d'autres titres assimilables non visés par la Partie II, en l'occurrence ceux figurant à l'article 4. 2. à l'exception toutefois des parts émises par des OPC de type ouvert qui relèvent des seules dispositions prévues par les lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. Il faut noter que l'exception relative à l'application des Parties II et III de la Loi Prospectus ne concerne en principe que les OPC du type ouvert qui relèvent des seules dispositions prévues par les lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. Ainsi les valeurs mobilières représentant les droits des investisseurs sur un fonds de titrisation soumis à la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation restent en principe soumises à la Partie II de la Loi Prospectus.

Pour les seuls et uniques besoins de l'établissement d'un prospectus et du choix d'une annexe du Règlement Prospectus applicable aux titres émis par un fonds de titrisation, la CSSF estime en principe qu'ils sont à considérer, au vu des spécificités inhérentes à ces structures, comme des titres autres que de capital, sous réserve évidemment d'une appréciation de cas en cas suivant la structure des fonds de titrisation spécifiques. Par exception au principe général, un fonds de titrisation dont les caractéristiques sont tout à fait similaires à un OPC de type fermé devra utiliser l'annexe XV du Règlement Prospectus relatif aux informations à inclure au minimum dans le document d'enregistrement relatif aux titres émis par des organismes de placement collectif du type fermé. Le principe général selon lequel des titres émis par un fonds de titrisation sont à considérer comme des titres autres que de capital, est strictement limité aux fonds de titrisation soumis à la loi du 22 mars 2004 relative à la

titrisation et à la seule finalité d'établir un prospectus selon les annexes du Règlement Prospectus.

59. Notifications sous un programme (passeport européen)

La CSSF considère que l'approbation d'un prospectus de base par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine (et sa notification par cette dernière à l'autorité compétente d'un autre Etat membre) vaut pour toute l'émission de tranches sous ce programme couvrant des valeurs mobilières mentionnées au point m ii) de l'article 2.1. de la Directive Prospectus (et documentées par des « conditions finales » qui ne seront pas approuvées). Il s'ensuit que lorsque l'émetteur projette de faire une offre au public pour une tranche spécifique sous le programme exclusivement dans un Etat membre autre que l'Etat membre d'origine du programme (sans action spécifique supplémentaire en relation avec cette tranche dans l'Etat membre d'origine du programme), cet autre Etat membre ne devient pas Etat membre d'origine pour l'émission couverte par le programme. Cette opération spécifique sera couverte par la notification faite sur le prospectus de base par l'Etat membre d'origine.

On peut rappeler dans ce contexte que la CSSF recommande à l'émetteur de déposer ses « conditions finales » auprès de l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine et également auprès de l'autorité compétente de l'Etat membre d'accueil.

Les émissions qui peuvent se faire par voie de « Unitary Prospectus » sont par contre traitées comme des émissions « stand-alone », notamment en ce qui concerne le déterminisme de l'Etat membre d'origine, l'approbation et la notification y relative. Ceci a pour conséquence que l'autorité compétente pour l'approbation du prospectus de base incorporé par référence peut être différente de celle qui sera compétente pour l'approbation du « Unitary Prospectus ».

60. Obligations liées à un ou plusieurs fonds étrangers sous-jacents

Sous l'ancienne législation (avant la transposition au Luxembourg de la Directive Prospectus et de l'applicabilité directe du Règlement Prospectus), des OPC étrangers non soumis à une surveillance dans leur pays d'origine ainsi que des produits structurés liés à de tels OPC n'étaient pas admis à la cotation à la Bourse de Luxembourg (jusqu'en 2004) et ne pouvaient surtout pas être offerts au public au Luxembourg. Ainsi, lorsque les fonds étrangers sous-jacents à ces instruments n'étaient pas soumis à une surveillance permanente dans leur Etat d'origine, on ne pouvait les offrir au public au Luxembourg qu'à condition qu'il existe une protection, à 100% du montant investi, attachée à ces instruments.

Sous le nouveau régime prospectus cette approche est devenue obsolète, étant donné que ces catégories de valeurs mobilières sont couvertes par le champ d'application de la Directive Prospectus.

61. Informations financières d'un SPV (*Special purpose vehicle*)

Dans la question/réponse n° 52 relative aux «Informations financières d'un SPV» du document des 60 FAQ publié sur le site www.cssf.lu, il a été spécifiquement souligné qu'il faut distinguer entre, d'un côté, les SPV émettant des ABS (*Asset Backed Securities*) auxquels s'applique, entre autres, le point 8.1. de l'annexe VII du Règlement (CE) N° 809/2004 (le **Règlement Prospectus**) et, de l'autre côté, les autres SPV qui peuvent, le cas échéant, faire une demande motivée de dispense en relation avec leurs premiers comptes annuels sous les dispositions de l'article 10 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières (la **Loi Prospectus**). La CSSF tient à rappeler qu'en cas de réception d'une telle demande de dispense dûment justifiée, la dispense peut être accordée.

La question/réponse n° 52 ne traite cependant pas de l'interprétation comparative des formulations des points 8.1. et 8.2. de l'annexe VII relative aux ABS qui reprennent les deux situations suivantes :

- l'émetteur n'est pas entré en activité et n'a pas encore élaboré d'états financiers à la date du document d'enregistrement ;
- l'émetteur est entré en activité et a élaboré des états financiers depuis la date de sa constitution ou de son établissement.

En effet, l'annexe VII ne tient pas compte de la situation dans laquelle l'émetteur d'ABS est entré en activité et n'a pas encore élaboré des états financiers depuis la date de sa constitution ou de son établissement. Pour ce cas précis, la CSSF a retenu l'approche « either/or » pour l'application de l'exemption prévue par le point 8.1. de l'annexe VII. Ainsi, au cas où l'émetteur est déjà en activité, mais n'a pas élaboré des états financiers depuis la date de sa constitution ou de son établissement, il faudra inclure une déclaration le précisant.

62. Offres d'échange sur des valeurs mobilières admises à la négociation sur le marché Euro MTF susceptibles de déclencher une offre au public

Les offres d'échange visant des valeurs mobilières admises à la négociation sur le marché Euro MTF en contrepartie de nouvelles valeurs mobilières sont à considérer comme des opérations ayant une influence sur le prix des titres visés *price-sensitive* et doivent de ce fait être rendues publiques en vertu du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg. Il s'avère que des annonces relatives à ces offres d'échange pourraient être considérées comme étant constitutives d'offres au public et déclencher l'obligation de publier un prospectus d'offre conforme au Règlement Prospectus. Dans ce cas, il faut distinguer les annonces qui informent le public de manière générale d'une restructuration de la dette d'un émetteur par le biais d'une offre d'échange (qui ne constituent pas une offre au public des nouvelles valeurs mobilières) des invitations spécifiques adressées au public à participer à cette offre d'échange (qui peuvent constituer une offre au public). Alors que les annonces sur

une restructuration de la dette d'un émetteur peuvent et doivent être publiées, les invitations à participer à une offre d'échange peuvent par exemple être adressées aux investisseurs concernés par la voie du système de clearing (afin d'éviter que ces dernières aient immédiatement vocation à être considérées comme une offre au public, sans préjudice cependant de la définition de l'offre au public et des conditions de l'obligation de publier un prospectus telles qu'elles découlent de la Loi Prospectus et explicitées dans la circulaire CSSF 05/225).

63. Programmes multi-émetteurs et article 13.2 de la Loi Prospectus

Selon l'article 13.1 de la Loi Prospectus, «Tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient ou est constaté entre l'approbation du prospectus et la clôture définitive de l'offre au public ou, le cas échéant, le début de la négociation sur un marché réglementé, est mentionné dans un supplément au prospectus.». L'article 13.2 de la loi instaure une période appelée *cool-off period* en déterminant que les « investisseurs qui ont déjà accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire avant que le supplément ne soit publié ont le droit de retirer leur acceptation, pendant au moins deux jours ouvrables après la publication du supplément ». Dans le cas de programmes multi-émetteurs, le prospectus de base inclut des informations sur plusieurs émetteurs. Au cas où un supplément au prospectus doit être publié qui concerne seulement un des émetteurs du programme et que les informations contenues dans ce supplément sont de nature à uniquement influencer l'évaluation des valeurs mobilières émises par cet émetteur particulier, la CSSF considère que la publication du supplément n'affecte pas les émissions des autres émetteurs.

64. Informations financières à fournir dans le cadre d'une émission garantie par plusieurs sociétés appartenant à un même groupe (par exemple *High Yield Bond Issuers*)

Lorsqu'une émission de valeurs mobilières est garantie par plusieurs sociétés, l'annexe VI du Règlement Prospectus devient en principe applicable pour chacune de ces entités. Les dispositions en question requièrent que le garant divulgue à son propre sujet les mêmes informations que s'il était l'émetteur de la valeur mobilière qui fait l'objet de la garantie. Or, une application stricte de ce point risquerait de porter préjudice aux émissions qui bénéficient de garanties structurelles plus complexes dans le cadre desquelles plusieurs filiales d'un même groupe se portent garantes, surtout au cas où ces filiales ne publient pas d'états financiers non-consolidés séparément des états financiers consolidés du groupe auquel elles appartiennent. Ceci est notamment le cas pour les émissions dites *High Yield*. Dans ces constellations, ce sont souvent les filiales du groupe qui disposent des actifs les plus significatifs qui se portent garantes. Comme on ne pourrait prétendre de façon générale que les états financiers de filiales revêtent toujours une importance mineure,

la CSSF considère qu'une dispense peut néanmoins être accordée au cas par cas dans les situations concrètes suivantes :

- les garanties en question sont inconditionnelles et irrévocables (sans préjudice des autres dispositions légales applicables dans les juridictions dont relèvent ces entités) ;
- les filiales garantes représentent au moins 75% des actifs nets, respectivement de l'EBITDA du groupe ; et
- le prospectus contient une description des raisons d'omission des informations financières séparées pour les filiales concernées sous la section relative aux facteurs de risque.

Dans ces cas et à condition de recevoir une demande de dérogation, l'insertion des états financiers consolidés du groupe sera considérée par la CSSF comme étant suffisante en matière d'informations financières historiques requises pour le groupe et les filiales garantes.

65. Les fonds d'investissement spécialisés et la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières

Il ressort de la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés (la **Loi FIS**) que les fonds d'investissement spécialisés (les **FIS**) peuvent prendre la forme d'OPC « ouverts » ou « fermés ». L'article 52 (3) dispose qu'au cas où un prospectus en vertu de la Loi Prospectus a été publié, il n'y a plus d'obligation d'établir un document d'émission au sens de la Loi FIS (une dérogation en sens inverse n'étant pas prévue par cet article).

Le champ d'application de la Partie II de la Loi Prospectus (qui s'applique aux offres au public de valeurs mobilières et aux admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé faisant l'objet d'une harmonisation communautaire et transposant les règles de la Directive Prospectus) est défini à l'article 4 de la Loi Prospectus tandis que l'article 29 définit le champ d'application de la Partie III de la Loi Prospectus (qui détermine les règles luxembourgeoises applicables aux offres au public (Chapitre 1) ainsi qu'aux admissions à la négociation sur un marché réglementé (Chapitre 2) de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables qui sont hors du champ d'application de la Directive Prospectus et prévoyant un régime de prospectus simplifié) :

- En ce qui concerne la Partie II, les instruments financiers non visés par les règles applicables à l'offre au public sous cette Partie II sont énumérés dans le paragraphe 2 de l'article 4 de la Loi Prospectus. Il est ainsi notamment précisé que les parts émises par les OPC du type autre que fermé ne sont pas couvertes par la Partie II. Il s'ensuit que les OPC du type fermé doivent bien établir un prospectus sous la Partie II de la Loi Prospectus. Par ailleurs, l'article 63 de la Loi Prospectus modifiait entre autres les lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de

placement collectif afin de clairement déterminer que l'obligation de publier un prospectus au sens de ces lois n'est par contre pas applicable aux organismes de placement collectif du type fermé. Il est à souligner dans ce contexte que la définition d'un OPC fermé pour les besoins de la Loi Prospectus doit être comprise dans le sens qu'il n'existe aucun droit au rachat en relation avec les parts en question en faveur des investisseurs. Dans tous les autres cas, peu importe le nombre et la périodicité des rachats prévus, on est en présence d'un OPC de type ouvert non couvert par la Partie II de la Loi Prospectus (voir aussi les définitions de l'article 2.1.m) et n) de la Loi Prospectus et la question/réponse n° 18).

On peut encore souligner dans ce contexte que l'article 5.2 dispose que l'obligation de publier un prospectus dans le cas d'une offre au public n'est pas applicable à certaines catégories d'offres dont notamment (a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés (tels que définis par la Loi Prospectus), (b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par Etat membre et (c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour un prix total d'au moins 50.000 euros par investisseur et par offre distincte. Ces trois dérogations devraient s'appliquer très souvent dans le contexte des FIS (de type fermé) qui doivent « réserver leurs titres à un ou plusieurs investisseurs avertis » en vertu de la Loi FIS.

Il est rappelé qu'au cas où un prospectus doit être établi pour un FIS fermé sous la Partie II (en vue d'une offre au public et/ou en vue de l'admission à la négociation sur un marché réglementé - lorsqu'aucune dérogation des articles 5.2 ou 6.2 de la Loi Prospectus ne s'applique en l'espèce) l'article 52 (3) de la Loi FIS dispose qu'au cas où un prospectus en vertu de la Loi Prospectus a été publié, il n'y a plus d'obligation d'établir un document d'émission au sens de la Loi FIS. En pratique, il s'agira donc d'établir et de faire approuver par la CSSF un prospectus sous la Loi Prospectus qui permettra l'admission à la négociation – sans qu'on ait besoin d'établir un « deuxième prospectus » c'est-à-dire un document d'émission en vertu de la Loi FIS.

- En ce qui concerne la Partie III de la Loi Prospectus, elle s'applique aux offres au public ainsi qu'aux admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables non visés par la Partie II, en l'occurrence ceux figurant à l'article 4.2., à l'exception toutefois des parts émises par des OPC de type ouvert qui relèvent toujours des seules dispositions prévues par les lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

En effet, l'article 29 sur le champ d'application du Chapitre 1 de la Partie III de la Loi Prospectus dispose que « les offres au public de valeurs mobilières représentatives de parts émises par les organismes de placement collectif du type autre que fermé relèvent des seules dispositions prévues par les lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. » De même, l'article 45 sur le champ d'application du Chapitre 2 de la Partie III de la Loi

Prospectus dispose que « Les admissions à la négociation de valeurs mobilières représentatives de parts émises par les organismes de placement collectif de droit luxembourgeois du type autre que fermé, de celles émises par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières de droit non luxembourgeois communautaires harmonisés commercialisés au Luxembourg et de celles émises par les autres organismes de placement collectif étrangers du type autre que fermé et offertes au public au Luxembourg relèvent des seules dispositions des lois du 30 mars 1988 et du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. »

Plus important encore, le nouveau libellé (suite à l'entrée en vigueur de la Loi Prospectus) de l'article 95 de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif se lit comme suit : « Les OPC luxembourgeois de type autre que fermé, les OPCVM communautaires harmonisés et les OPC étrangers en cas d'offre au public au Luxembourg sont dispensés de l'obligation de publication d'un prospectus tel que prévue à la partie III de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Le prospectus que ces OPC établissent conformément à la réglementation applicable aux OPC est valable aux fins d'une offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé. »

Il s'ensuit que les OPC ouverts luxembourgeois sont dispensés de l'obligation de publication d'un prospectus sous la Loi Prospectus. La CSSF est de l'avis que les FIS ouverts sont à assimiler dans ce contexte aux autres OPC de type ouvert. En effet, la prise en considération de la terminologie utilisée par la Loi Prospectus, du nouvel libellé de l'article 95 de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif (se référant de manière très générale « à la réglementation applicable aux OPC ») et la Loi FIS (entrée en vigueur en 2007 et qui se réfère en beaucoup de points à la loi précitée du 20 décembre 2002) et du contexte légal général de ce domaine amène à cette conclusion et il nous semble que telle était clairement la volonté du législateur.

En résumé, pour l'admission à la négociation sur un marché réglementé de parts d'un OPC/FIS il y a deux cas de figure :

- Il s'agit d'un OPC/FIS fermé (au sens de la Loi Prospectus) : alors il faut établir un prospectus à approuver par la CSSF sous la Loi Prospectus et dont le contenu est déterminé par le Règlement (CE) N° 809/2004.
- Il s'agit d'un OPC/FIS ouvert (au sens de la Loi Prospectus) : alors on peut utiliser le document d'émission OPC/FIS à approuver par la CSSF en vertu de la réglementation applicable aux OPC/FIS pour l'admission à la négociation.

Dans les deux cas, l'établissement d'un document est suffisant, il n'y a pas de contraintes légales pour établir un deuxième document.

66. Quelles sont les Annexes du Règlement Prospectus applicables aux émissions d'obligations islamiques « sukuks » ?

Les sukuks peuvent être traités comme des titres adossés à des actifs sur base des dispositions de l'article 2.5 du Règlement Prospectus ou, sous certaines conditions, comme titres d'emprunts garantis suivant l'article 23.2 et l'Annexe VI du Règlement Prospectus. En effet, si le paiement du principal et des revenus périodiques des titres est garanti sur base contractuelle par une ou plusieurs entité(s) sous-jacente(s), c'est-à-dire si le principal et les distributions périodiques sont payés indépendamment de la performance de l'actif sous-jacent, la CSSF considère que la description de(s) l'entité(s) sous-jacente(s) pourra se faire suivant l'Annexe VI du Règlement Prospectus.

Luxembourg, le 31 janvier 2011