

Luxembourg, le 16 décembre 2005

A toutes les personnes et entreprises surveillées par la CSSF ainsi qu'à toutes les personnes désirant effectuer une offre au public de valeurs mobilières au Luxembourg dans le cadre de la Partie II et du chapitre 1 de la Partie III de la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières

CIRCULAIRE CSSF 05/225

Concerne: La notion d'« offre au public de valeurs mobilières » telle que définie dans la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières et l'« obligation de publier un prospectus » pouvant en découler

Mesdames, Messieurs

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 (la **Directive Prospectus**) donne, au niveau européen, une définition harmonisée de la notion d'« offre au public » qui a été intégralement reprise dans la loi luxembourgeoise relative aux prospectus pour valeurs mobilières (la **Loi Prospectus**). La présente circulaire a pour but de clarifier les éléments constitutifs de la notion d'offre au public, telle que définie à l'article 2.1.1) de la Loi Prospectus, et d'apporter des précisions relatives à l'obligation de publier un prospectus qui peut en découler. Les explications contenues dans la troisième partie de la présente circulaire analysent certaines pratiques fréquentes ou des cas de figure probables à cet égard sans prétendre couvrir toutes les hypothèses possibles.

La Loi Prospectus introduit pour la première fois au Luxembourg une définition formelle de la notion d'offre au public. La définition est toutefois limitée dans ses effets à la Partie II de la Loi Prospectus concernant les offres au public de valeurs mobilières faisant l'objet d'une harmonisation communautaire et au chapitre 1 de la Partie III de la Loi Prospectus déterminant les règles luxembourgeoises applicables aux offres au public de

valeurs mobilières et d'autres titres assimilables qui sont hors du champ d'application de la Directive Prospectus. La définition n'est pas applicable dans d'autres domaines, comme par exemple celui de la commercialisation de parts d'organismes de placement collectif (OPC) de type ouvert ; il y a lieu de se reporter à la réglementation y relative pour juger si la distribution de ces produits est à qualifier d'offre au public. De même, la définition de l'offre au public introduite par la Loi Prospectus n'a pas vocation à changer les conditions à la base de l'appréciation de la nécessité d'un agrément en vertu de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle qu'elle a été modifiée et de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

Partie I. Définition de l'« offre au public de valeurs mobilières »

Aux termes de l'article 2.1.1) de la Loi Prospectus, une « offre au public de valeurs mobilières » est définie comme : « *une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières* ». Il est à relever que la définition s'applique également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers qui, dans certaines circonstances plus amplement décrites aux articles 5.2. et 30.2. de la Loi Prospectus, peuvent tomber sous l'obligation d'établir un prospectus. Ces cas sont illustrés par des exemples au niveau de la troisième partie de la présente circulaire.

1. Les « valeurs mobilières » visées

Le champ d'application de la Partie II est défini à l'article 4 de la Loi Prospectus tandis que l'article 29 définit le champ d'application de la Partie III. 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 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 importent 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. En ce qui concerne la Partie III (qui se réfère à la même définition d'offre au public que la Partie II), elle s'applique aux offres au public, sur le territoire du Luxembourg, 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.

La définition de « valeurs mobilières » délimite le champ d'application des Parties II et III de la Loi Prospectus. Elle a été reprise de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (la **MiFID**). Elle est plus large que les précédentes définitions communautaires afin de couvrir un plus grand nombre d'instruments financiers et de tenir compte de l'innovation en matière d'instruments financiers de ces dernières années. Les « valeurs mobilières » sont ainsi définies comme : « *les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exception des instruments de paiement), telles que:*

- i) *les actions de sociétés et tous autres titres équivalents à des actions de sociétés de capitaux, de sociétés de personnes (« partnerships ») ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions;*
- ii) *les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres;*
- iii) *toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures. »*

On peut également rappeler dans ce contexte que dans le commentaire des articles du projet de la Loi Prospectus, les auteurs ont précisé que les bons de caisse non fongibles ne sont pas des valeurs mobilières au sens de la Loi Prospectus. Il s'ensuit que les bons de caisse non fongibles ne sont pas visés par la Loi Prospectus, quelle que soit leur échéance, alors que les bons de caisse fongibles tombent dans la Partie II si leur échéance est de 12 mois au moins, et dans la Partie III si cette échéance est inférieure à 12 mois. Les bons de caisse (quels qu'ils soient) peuvent cependant constituer des valeurs mobilières pour les besoins d'autres lois.

La nature des droits offerts peut, le cas échéant, déterminer si les obligations découlant de l'« offre au public » telles que prévues par la Loi Prospectus, sont applicables. Ainsi, par exemple dans le cadre d'« offres » aux employés, le fait d'accorder aux employés d'un émetteur (ou du groupe de l'émetteur) des « options » de souscrire à des titres, n'est en principe pas une offre au public de « valeurs mobilières ». La condition est que ces options ne sont pas négociables sur les marchés de capitaux et sont liées exclusivement au contrat de travail (incluant, le cas échéant, outre les employés actuels, les anciens employés et les mandataires sociaux). En effet, la non-négoiability sur les marchés de capitaux et le caractère *intuitu personae* du droit offert sont les éléments clés à la base de cette appréciation.

Une analyse au cas par cas de la « valeur » concernée, de la nature de l'instrument financier, respectivement de l'« option » ou du « droit » offert devra être faite.

2. « Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes »

La définition de l'offre au public ne permet plus de distinguer entre une « offre au public » et un « placement privé » selon les moyens de communication utilisés ou les personnes visées comme tel fut le cas par le passé.

- a. Les « moyens » utilisés pour faire une offre sont à comprendre au sens large, n'excluant *a priori* aucune forme de communication et aucun média. Ainsi, non seulement les offres faites par des moyens ouvertement publics, tels que des annonces dans des journaux luxembourgeois ou diffusés au Luxembourg, ou tous autres médias diffusés au Luxembourg, ou par des envois (« mailings ») à un nombre important et indistinct de destinataires, ou par la mise à disposition de brochures dans un endroit accessible au public peuvent être constitutives d'une offre au public au sens de la Loi Prospectus, mais également les offres faites par des moyens auparavant considérés comme « privés », comme des envois adressés aux seuls clients d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement ou la distribution d'une brochure à un cercle restreint d'investisseurs potentiels, même en observant des précautions concernant le mode de distribution de la documentation, sont en principe à qualifier comme une « communication sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit » au sens de l'article 2.1.1) de la Loi Prospectus.
- b. La notion de « personnes » visées telle qu'utilisée à l'article 2.1.1) de la Loi Prospectus est également à comprendre au sens large, ne faisant *a priori* aucune différence entre des « investisseurs institutionnels » et des clients non professionnels. Ainsi, ni la nature (sauf l'exemption subséquente, en ce qui concerne l'obligation de publier un prospectus, de l'article 5.2.a)), ni le nombre (sauf l'exemption subséquente, en ce qui concerne l'obligation de publier un prospectus, de l'article 5.2.b)) des personnes visées ne permet d'écarter l'application de la définition d'offre au public.

3. « Une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces valeurs mobilières »

Une offre de valeurs mobilières doit présenter une information suffisante de manière à permettre à un investisseur de décider, en connaissance de cause, d'acheter ou de souscrire les titres en question. Trois éléments clés doivent être réunis :

- (i) l'intention doit exister, dans le chef de l'offreur, de faire une offre ;
- (ii) la description des valeurs mobilières offertes doit être communiquée ; et
- (iii) les conditions de l'offre (dont, notamment, le prix des valeurs mobilières offertes) doivent être déterminées ou déterminables.

Pour pouvoir être constitutive d'une offre au public, une communication doit donc nécessairement contenir une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres concernés, ce qui veut dire que du moins des informations sommaires sur les titres offerts (tel que la nature du titre et ses principales caractéristiques) doivent être communiquées, que le prix de vente du titre doit être déterminé ou être déterminable et que la manière d'acceptation et la période pendant laquelle l'offre est ouverte doivent être connues ou indiquées de manière explicite ou implicite. Pour qu'une proposition constitue une offre au sens de la loi, il faut qu'elle soit suffisamment précise pour être susceptible d'acceptation par ses destinataires.

Le commentaire des articles du projet de la Loi Prospectus confirme ainsi que « *la simple communication d'informations sur un titre ou un émetteur sans qu'il y ait des titres proposés à l'achat ou à la souscription ne saurait être assimilée à une offre au public. Il est nécessaire que la communication d'informations soit faite en rapport avec une offre de titres.* » Ainsi, la simple mise à disposition d'informations ou le simple conseil d'investir dans certains titres n'est en principe pas susceptible de constituer une offre au public (voir aussi la troisième partie de cette circulaire).

Dans un autre domaine, mais dans le même ordre d'idées, la communication d'une documentation relative à un projet de fusion accompagnant (ou annexé à) la convocation pour une assemblée générale statuant sur le projet de fusion ne constitue en principe pas non plus une offre au public des valeurs mobilières de la société absorbante ou de la société nouvellement créée aux actionnaires de la société absorbée, mais devra dans la plupart des cas être analysée en termes de mise à disposition d'informations dans le cadre de la sollicitation d'un vote.

Partie II. Obligation de publier un prospectus et les exemptions y relatives

Au cas où une communication relative à des valeurs mobilières répond aux critères énoncés ci-avant et peut être qualifiée d'offre au public, il convient de vérifier dans un deuxième temps si cette qualification implique l'obligation de publier un prospectus où si elle est susceptible de tomber sous une exemption à cette obligation.

1. Détermination de l'obligation de publier un prospectus

L'article 5 (voir aussi l'article 30 pour la Partie III) de la Loi Prospectus détermine les règles pour apprécier l'obligation en relation avec les « offres / offres au public » de valeurs mobilières en trois étapes :

- a. L'article 5 paragraphe 1 pose comme principe général qu'aucune offre au public de valeurs mobilières sur le territoire du Luxembourg n'est autorisée sans publication préalable d'un prospectus et que quiconque se

propose de procéder à une telle offre au public de valeurs mobilières doit en aviser la CSSF à l'avance.

- b. Dans un deuxième paragraphe, l'article 5 dispose que l'obligation de publier un prospectus, et par conséquent l'obligation d'aviser la CSSF, n'est pas applicable à certaines catégories d'offres. Ces catégories sont les suivantes :
- a) une offre de valeurs mobilières adressée uniquement aux investisseurs qualifiés; et/ou
 - b) une offre de valeurs mobilières adressée à moins de 100 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, par Etat membre; et/ou
 - 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; et/ou
 - d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s'élève au moins à 50.000 euros; et/ou
 - e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 100.000 euros. Cette limite est calculée sur une période de douze mois.

En pratique, dans le cas, par exemple, d'une offre de valeurs mobilières au Luxembourg adressée à plus de 99 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, l'obligation de publier un prospectus n'est en fait générée qu'au Luxembourg et non pas nécessairement de façon automatique dans tous les Etats membres. Une éventuelle obligation de publier un prospectus doit être évaluée séparément par rapport à la législation de chacun des pays dans lesquels une offre aura lieu. Lorsqu'une offre est faite dans un autre Etat membre, le prospectus approuvé par la CSSF en tant qu'autorité compétente de l'Etat membre d'origine pourra servir par la suite dans cet Etat membre sur base du « passeport » européen.

- c. Le paragraphe 3 de l'article 5 précise que l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas aux offres au public portant sur certaines catégories de valeurs mobilières¹.

¹ Ces catégories de valeurs mobilières sont les suivantes : « a) les actions émises en substitution d'actions de même catégorie déjà émises, si l'émission de ces nouvelles actions n'entraîne pas d'augmentation du capital souscrit;

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;

Ainsi par exemple, l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas, sous certaines conditions, aux valeurs mobilières offertes dans le cadre d'une offre publique d'acquisition par voie d'offre publique d'échange (auquel cas il faut qu'un document équivalent approuvé par la CSSF soit disponible) et à celles offertes, attribuées ou devant être attribuées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou par une société liée (auquel cas il faut qu'un document d'information, qui n'a pas besoin d'être approuvé par la CSSF, soit disponible).

Pour une offre de valeurs mobilières à des salariés, il convient de vérifier selon les étapes énoncées s'il s'agit éventuellement d'une offre qui bénéficie de l'exemption de publier un prospectus en application du paragraphe 2 de l'article 5 et ensuite (en cas d'une réponse négative à cette question) si cette offre aux salariés remplit les conditions susceptibles d'engendrer la dérogation à l'obligation d'établir ou publier un prospectus selon l'article 5. 3. e).

2. Obligation de publier un prospectus dans le chef des intermédiaires financiers.

En ce qui concerne le marché secondaire, il est encore précisé à l'article 5 que *« toute revente de valeurs mobilières qui faisaient précédemment l'objet d'un ou de plusieurs des types d'offre visés au présent paragraphe sous a) à e) est toutefois considérée comme une offre distincte, et la définition figurant à l'article 2, paragraphe 1, lettre l) s'applique afin de déterminer si cette revente est une offre au public. Le placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers fait l'objet de la publication d'un prospectus, si aucune des conditions énumérées aux lettres a) à e) n'est remplie pour le placement final. »* Cette précision vise essentiellement à éviter des abus par des mécanismes de distribution qui seraient uniquement construits de façon à artificiellement détourner l'obligation de produire un prospectus. Ainsi, le commentaire des articles précise *« que toute revente par la suite de titres bénéficiant originellement de l'exemption de publication du prospectus peuvent retomber dans le champ d'application de la partie I lorsque les conditions de la définition de l'offre au public sont remplies. De même tout placement par des intermédiaires*

d) les actions offertes, attribuées ou devant être attribuées gratuitement aux actionnaires existants, et les dividendes payés sous la forme d'actions de la même catégorie que celles donnant droit à ces dividendes, pour autant qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des actions ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés;

e) les valeurs mobilières offertes, attribuées ou devant être attribuées aux administrateurs ou aux salariés anciens ou existants par leur employeur dont les valeurs mobilières sont déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou par une société liée, pour autant qu'un document contenant des informations sur le nombre et la nature des valeurs mobilières ainsi que sur les raisons et les modalités de l'offre soit mis à la disposition des intéressés. »

financiers de valeurs mobilières tombe dans le champ d'application de la partie I [Partie II de la Loi Prospectus], lorsque aucune des exceptions prévues par cet article n'est remplie. » L'aspect particulier de l'obligation éventuelle pour un intermédiaire d'établir un prospectus est illustré plus en détail dans la troisième partie de la présente circulaire.

Partie III. Application pratique de la définition d'« offre au public » et les différentes modalités de distribution de valeurs mobilières

L'émission, la distribution et la circulation de valeurs mobilières donnent lieu à certaines situations qui peuvent le cas échéant être constitutives d'une offre au public. Il sera utile de distinguer entre l'offre en relation avec l'opération d'émission (le marché primaire) et les offres ou placements par des intermédiaires permettant la circulation des titres (le marché secondaire).

1. Le marché primaire

Le rôle du marché primaire (ou marché d'émission des titres) est d'organiser la rencontre directe de la demande des émetteurs cherchant à couvrir leurs besoins en financement et l'offre d'investissement des détenteurs de capitaux. En pratique, un émetteur procédant à des émissions d'actions ou d'obligations pour ses besoins de financement peut faire une offre au public en adressant une communication à des personnes de façon générale et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre ces investisseurs en mesure de décider d'acheter ou de souscrire les titres. Lorsque l'offre est annoncée de manière plus générale à un nombre indéfini d'investisseurs, la mention de la période pendant laquelle l'offre est ouverte ainsi que l'indication des institutions et établissements auprès desquels le public peut accepter l'offre confèrent à une annonce une qualité indéniable d'offre au public.

Par contre, la simple communication d'informations sur un titre ou un émetteur, sans qu'il y ait des titres proposés à l'achat ou à la souscription, ne saurait être assimilée à une offre au public. Dans cet esprit, un article de journal rédigé par un journaliste ou un rapport d'un analyste portant sur une valeur mobilière et/ou un émetteur ne tombent pas sous la définition en question.

Une communication en relation avec la négociation sur un marché réglementé (figurant sur la liste des marchés réglementés de la Commission européenne) ou sur un système multilatéral de négociation (MTF) est en principe exclue de la définition de l'offre au public. De même, une admission à la négociation sur un marché (tel que le marché réglementé de la Bourse de Luxembourg ou le second marché opéré par la Bourse de Luxembourg, appelé « Euro MTF ») n'équivaut pas à une offre au public de valeurs mobilières, même si cela emporte en principe une même conséquence, à savoir l'obligation d'établissement et de publication d'un prospectus. De même, la simple publication, en vertu de la réglementation

boursière, d'informations susceptibles de provoquer une variation du cours (« price sensitive information ») n'est pas considérée comme une offre au public.

Un « prospectus préliminaire » ne comportant pas de prix d'acquisition du titre ne contient en principe pas d'informations suffisantes pour constituer une offre au public, excepté le cas où le prix est clairement déterminable (notamment lorsqu'une marge de prix étroite est donnée), de sorte que les investisseurs pourraient en fait ne pas avoir besoin de détails supplémentaires relatifs au prix d'acquisition. Ainsi, au cas où le prix (respectivement une marge de prix étroite) est indiqué lors d'une séance de présentation (« roadshow ») publique, les communications faites lors de cet événement pourraient être considérées comme une offre au public et l'offreur pourrait être obligé de préparer un prospectus.

Dans ce contexte, il faut également se poser la question de savoir dans quels cas de figure des intermédiaires peuvent, le cas échéant, utiliser un prospectus publié par l'émetteur pour le placement et la revente des valeurs mobilières concernées :

- a. Dans l'hypothèse où l'émetteur fait approuver un prospectus par la CSSF en vue d'une offre au public de valeurs mobilières au Luxembourg, les activités de placement et d'offre des membres du syndicat bancaire sur le marché primaire sont couvertes par l'approbation au préalable du prospectus préparé par l'émetteur et les membres du syndicat bancaire peuvent ainsi utiliser le prospectus publié par l'émetteur pour la distribution primaire des valeurs mobilières. Au cas où, à la suite d'une offre (qui n'était pas constitutive d'une offre au public) faite par un émetteur ou son mandataire à un ou plusieurs investisseurs qualifiés (dont des intermédiaires financiers), un tel investisseur qualifié offre à son tour, en son nom et pour son propre compte, les valeurs mobilières au public, l'offre par l'investisseur qualifié n'entraîne pas par incidence l'application des règles de l'offre au public dans le chef de l'émetteur ou de son mandataire. En d'autres termes, les obligations découlant d'une telle offre au public « secondaire » (au cas où l'émetteur a été exempté de l'obligation de publier un prospectus) sont le cas échéant à respecter par l'offreur lui-même (en l'espèce, l'investisseur qualifié) et non par l'émetteur lorsque l'offre au public « secondaire » est faite indépendamment de ce dernier.
- b. Dans le cas où les intermédiaires placent les valeurs mobilières de manière subséquente auprès de leurs clients sur le marché secondaire, il faut en principe se référer à l'article 5, paragraphe 2 de la Loi Prospectus qui, comme cela a déjà été mentionné, détermine *que « toute revente de valeurs mobilières qui faisaient précédemment l'objet d'un ou de plusieurs des types d'offre visés au présent paragraphe sous a) à e) est toutefois considérée comme une offre distincte, et la définition figurant à l'article 2, paragraphe 1, lettre l) s'applique afin de déterminer si cette revente est une offre au public. Le placement de valeurs mobilières par des*

intermédiaires financiers fait l'objet de la publication d'un prospectus, si aucune des conditions énumérées aux lettres a) à e) n'est remplie pour le placement final. » Si l'émetteur a fait approuver un prospectus pour l'admission des valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, les intermédiaires peuvent utiliser ce prospectus à des fins de placement pendant la durée de sa validité, sous réserve que le prospectus reste toujours conforme à la législation, ce qui peut, le cas échéant, être réalisé notamment par la publication par l'intermédiaire d'un supplément et/ou par la mise à disposition, sous forme d'un addendum au prospectus, de toutes les informations publiées par l'émetteur en relation avec les valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé.

2. Le marché secondaire

Une fois les titres émis et placés, débutera le véritable cycle de la circulation sur le marché secondaire où les titres seront négociés, revendus et placés.

L'intervention d'un intermédiaire financier ou d'un syndicat bancaire est, le cas échéant, prévue pour contribuer à l'efficacité du placement des émissions de valeurs mobilières auprès des clients des différents intervenants. Le commentaire des articles de la Loi Prospectus précise que le « *placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers pour (...) leur propre compte est susceptible de constituer une offre au public s'il répond aux caractéristiques de la définition.* » Le fait que dans ce contexte, le prix des valeurs mobilières est communiqué par l'intermédiaire ou devient déterminable pour le client suite aux informations disponibles, que la description précise de la nature et des conditions essentielles des valeurs mobilières est fournie et que l'intention de l'intermédiaire d'offrir ces valeurs est manifeste (notamment s'il s'agit de titres ou produits financiers qu'il a souscrits en grande quantité pour les revendre et les placer, par exemple à la suite d'une prise ferme), qualifie le « placement » comme une offre au public.

Sur le plan de la gestion privée, la nouvelle définition d'offre au public pourrait avoir des conséquences importantes en matière de conseil et de gestion discrétionnaire.

- a. Dans la « gestion discrétionnaire », le client donne mandat au professionnel de gérer en son nom, pour son compte et à son propre risque un portefeuille. Ayant conféré un mandat au professionnel, le client n'interfère en principe pas dans son exécution en acceptant des offres du professionnel ou en donnant des ordres en relation avec des opérations particulières. Le placement dans un portefeuille de titres par des professionnels agréés à cet effet, tels que des établissements de crédit ou des gestionnaires de fortune établis au Luxembourg, n'est en aucun cas susceptible de constituer une offre au public au sens de la Loi Prospectus.

- b. En ce qui concerne l'activité de « conseil », le client bénéficie de conseils qui lui sont prodigués par le professionnel, mais gère personnellement son portefeuille en donnant des instructions à cet effet au professionnel. En principe, lorsqu'un professionnel établi au Luxembourg (et y agréé à cet effet) conseille ses clients en matière de valeurs mobilières (que ce soit activement et à sa propre initiative ou à la demande du client) en ayant comme seule intention de leur donner des éclaircissements sur leurs possibles décisions d'investissement, ce conseil n'est pas susceptible de constituer une offre au public. De même, lorsque par exemple les analystes d'un professionnel identifient des titres qui seront par la suite prioritairement ou, le cas échéant, exclusivement recommandés à la clientèle du professionnel par ses chargés de compte ou gestionnaires, ces conseils ne sont en principe pas constitutifs d'une offre au public.

Dans son activité de conseil, le professionnel doit néanmoins veiller, dans certains cas de figure, à ce que les « conseils » donnés à un grand nombre de clients (notamment lorsque ces conseils sont prodigués à l'initiative du professionnel) ne puissent pas être considérés comme une offre d'acheter ou de souscrire à des valeurs mobilières précises. Dans cette optique, le principe énoncé au paragraphe précédent ne saurait trouver exception que si le professionnel, afin d'écouler dans le marché des titres qu'il détient en grande quantité (ou qu'il s'est engagé à souscrire en grande quantité), utilise sa fonction de conseil vis-à-vis des clients pour les pousser activement à l'achat de ces titres. En d'autres termes, si le professionnel vise en fait par ses « conseils » à placer des titres qu'il détient ou détiendra en grand nombre et si de plus ces « conseils » sont notamment offerts au Luxembourg à plus de 99 personnes physiques ou morales, autres que des investisseurs qualifiés, le professionnel (sous réserve des autres exemptions) devra établir et publier un prospectus pour les titres concernés. Par contre, si un professionnel conseille un titre sans en détenir en portefeuille (ou sans avoir l'intention de placer de tels titres qu'il aurait en portefeuille propre ou qu'il aurait prévu d'acquérir ou d'émettre en grand nombre), alors cette activité de conseil ne peut en principe pas être constitutive d'une offre au public.

Le simple fait que des valeurs mobilières sont déjà admises sur un marché réglementé ne permet pas nécessairement à un intermédiaire de les offrir sur le marché secondaire sans publication d'un nouveau prospectus, mais pourrait, le cas échéant, comme il a été précisé plus haut, avoir une influence sur les obligations relatives à la publication d'un tel prospectus (respectivement la publication par l'intermédiaire d'un supplément et/ou par la mise à disposition, sous forme d'un addendum au prospectus, de toutes les informations publiées par l'émetteur en relation avec les valeurs mobilières concernées).

3. Le cas spécifique des offres transfrontalières

L'article 5 (ainsi que l'article 30 pour la Partie III) de la Loi Prospectus concerne uniquement les offres au public de valeurs mobilières « sur le territoire du Luxembourg ». Bien que le principe de territorialité soit appliqué tant en relation avec l'offre au public que dans le cadre de la libre prestation de services au sein du marché unique européen (LPS), il ne faut pas confondre la finalité de ces deux réglementations et la question de la compétence des autorités. La LPS vise l'autorisation de procéder à certaines activités sur le territoire d'un Etat membre, alors que la réglementation concernant les prospectus pour valeurs mobilières détermine les règles spécifiques applicables à une offre au public en ce qui concerne l'approbation d'un prospectus relatif aux valeurs mobilières concernées.

Les éléments à prendre en compte pour localiser une offre au public sont multiples, mais le lieu de la prestation caractéristique (c'est-à-dire le lieu de l'offre) ou encore le lieu de résidence du public et, par conséquent, la localisation du marché visé semblent les plus appropriés pour déterminer le territoire sur lequel se fait une offre au public. Il est évident que cette approche nécessitera une analyse au cas par cas. Toutes les offres qui sont faites sur le territoire du Luxembourg, même vis-à-vis d'une clientèle de non-résidents, sont en principe réputées être faites au Luxembourg et relèvent ainsi de la loi luxembourgeoise en ce qui concerne leur appréciation en tant qu'offres au public. Les offres faites par le professionnel luxembourgeois sur le territoire d'un autre pays relèvent de la loi de ce pays. L'application, en vertu du principe de territorialité, des compétences et dispositions du pays d'accueil n'est pas incompatible avec le principe du pays d'origine dans le cadre de la LPS. En effet, ce dernier principe s'applique à la seule prestation de services d'investissements visés par les directives européennes y afférentes, dont la gestion de fortune ou le conseil en investissement, mais à l'exclusion de toute offre de valeurs mobilières qui, elle, reste soumise à la Directive Prospectus.

Si un professionnel contacte activement et de sa propre initiative de nouveaux clients dans leur pays de résidence pour leur offrir des valeurs mobilières, alors il procède le cas échéant, selon la définition de la loi du pays de résidence du client, à une offre au public sur le territoire du pays où les (futurs) clients sont domiciliés (ce qui restera toujours à analyser selon la définition d'offre au public du pays de résidence). Ainsi, si une offre est faite au Luxembourg et/ou si le public luxembourgeois est visé par une offre au public (même si elle est faite par un émetteur/offreur étranger), la loi luxembourgeoise a vocation à s'appliquer.

En ce qui concerne plus particulièrement les annonces faites dans un journal étranger disponible au Luxembourg, il faut en principe un certain lien avec le Luxembourg pour que l'offre soit considérée comme faite au Luxembourg : soit par exemple que le nom du pays y soit mentionné (implicitement ou explicitement) en tant que marché visé ou que l'émetteur même soit

luxembourgeois et largement connu du public luxembourgeois et que l'offreur ait l'intention d'offrir les valeurs mobilières concernées au Luxembourg. Au cas où une telle intention d'offrir au Luxembourg n'existerait pas et que des résidents luxembourgeois, qui auraient eu connaissance de l'offre, voudraient quand même y participer de leur propre initiative, l'offreur pourra accepter ces investisseurs sans pour autant devoir se soumettre aux exigences d'une offre au public au Luxembourg. On peut par ailleurs rappeler dans ce contexte qu'il ne découle nullement de l'intention de faire une offre au public au Luxembourg que la CSSF est nécessairement l'autorité compétente (pour l'émetteur donné) afin d'approuver le prospectus pour cette offre.

Afin de déterminer si une offre au public de valeurs mobilières vise le territoire luxembourgeois en cas d'utilisation d'internet, la CSSF se réfère à un certain nombre d'indices spécifiques, qu'il faut toutefois évaluer au cas par cas, tels que:

- des éléments d'information qui permettent de conclure que le Luxembourg est un/le marché visé par l'offre ;
- la possibilité de se faire enregistrer comme « investisseur (non- professionnel) luxembourgeois » et/par l'installation de procédures de contrôle d'accès du site, tels des « interstitials », qui consistent dans la demande d'informations sur la citoyenneté et le lieu de résidence de l'investisseur potentiel ;
- le relais publicitaire des coordonnées du site internet dans la presse écrite, radiophonique ou télévisée luxembourgeoise ou liens hypertextes avec les sites de distributeurs ou d'intermédiaires luxembourgeois ;
- l'indication claire, par exemple à l'aide d'un « disclaimer » pertinent, des pays dans lesquels les valeurs mobilières sont offertes ou la mention que le site internet ne s'adresse pas aux investisseurs ressortissants de tel ou tel pays ; et
- l'utilisation de mots de passe avant d'accéder au site transactionnel.

Veillez recevoir, Mesdames, Messieurs, l'assurance de nos sentiments très distingués.

COMMISSION DE SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER

Simone DELCOURT
Directeur

Arthur PHILIPPE
Directeur

Jean-Nicolas SCHAUS
Directeur général