

**Projet de loi**

- **portant transposition de la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE 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 la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé;**
- **portant modification de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières;**
- **portant modification de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé.**

-----  
**Avis du Conseil d'Etat**

(12 juin 2012)

Par dépêche du 17 août 2011, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat le projet de loi sous rubrique, élaboré par le ministre des Finances.

Au texte du projet de loi étaient joints un exposé des motifs, un commentaire des articles, une fiche d'évaluation d'impact et un tableau de correspondance entre la directive 2010/73/UE et le projet de loi.

L'avis de la Chambre de commerce relatif à ce projet a été transmis au Conseil d'Etat le 14 décembre 2011.

**Considérations générales**

L'objet du projet de loi sous examen consiste à transposer en droit luxembourgeois la directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue d'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé (ci-après la « directive »).

Le projet de loi est subdivisé en trois chapitres:

Le chapitre 1<sup>er</sup> concerne les amendements à la loi relative aux prospectus pour valeurs mobilières, le chapitre 2 précise les amendements à la loi relative aux obligations de transparence et le chapitre 3 reprend des dispositions générales.

La directive de 2003 avait procédé à l'harmonisation des règles relatives au prospectus qui doit être mis à disposition du public en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation de valeurs mobilières sur un marché réglementé dans l'Union européenne. Elle a été transposée en droit luxembourgeois par la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières.

La directive de 2003 ayant été soumise à une procédure de révision dans le but d'une simplification en vue d'une réduction des charges administratives relatives avant tout aux prospectus pour valeurs mobilières, la nouvelle directive vise ces objectifs tout en conduisant à un renforcement de la compétitivité internationale de l'Union européenne en la matière. Il s'agit avant tout de faciliter l'accès au marché de capitaux pour les petites et moyennes entreprises de l'Espace économique européen, d'améliorer la clarté juridique et l'efficacité du régime de prospectus, tout en garantissant la protection des investisseurs par la mise à disposition d'informations suffisantes qui répondent aux besoins des investisseurs de détail.

### **Examen des articles**

Le chapitre 1<sup>er</sup> du projet de loi sous rubrique porte sur les modifications apportées aux parties II et III de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Le chapitre regroupe les articles 1<sup>er</sup> à 5 du projet de loi sous rubrique qui transpose des dispositions de l'article 1<sup>er</sup> de la directive dont l'esprit vise à « réduire le minimum nécessaire des charges qui pèsent sur les sociétés dans l'Union sans compromettre la protection des investisseurs ni le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières dans l'Union » ainsi que « de renforcer la compétitivité internationale de l'Union en contribuant à la réduction des charges administratives ». Les changements essentiels relatifs aux prospectus pour valeurs mobilières concernent essentiellement:

- la réduction des informations à fournir dans le cadre d'offres au public et d'admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières réalisées par des petites et moyennes entreprises;
- la réduction des informations à fournir dans le cadre d'offres au public et d'admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières bénéficiant de la garantie d'un Etat membre;
- l'harmonisation de la définition d' « investisseurs qualifiés » figurant dans la directive avec les notions de « client professionnel » et de « contrepartie éligible » figurant dans les directives précédentes;
- l'adaptation et la standardisation des exigences de contenu du résumé du prospectus;
- l'adaptation de certains seuils, notamment du montant d'investissement maximal constituant la base pour la distinction entre « investisseur de détail » (maximum 100.000 euros) et « investisseur professionnel » (au-delà de 100.000 euros) afin de mieux correspondre à la réalité du marché;

- la clarification des dispenses de l'obligation de publier un prospectus pour les cas où des entreprises réalisent des ventes en ayant recours à des intermédiaires ou attribuent des actions à leur personnel.

La partie III de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières est modifiée de manière analogue et conforme aux dispositions qui précèdent.

Le chapitre 2 du présent projet de loi et, en particulier son article 6 qui correspond à l'article 2 de la directive, a pour objet de modifier certaines dispositions de la loi du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence sur les émetteurs de valeurs mobilières. La modification essentielle consiste à porter les seuils constituant la base pour la distinction entre « investisseur de détail » et « investisseur professionnel » de 50.000 euros à 100.000 euros afin de les rendre compatibles avec les nouveaux seuils qui seront prévus par la loi relative aux prospectus pour les valeurs mobilières. En effet et selon le commentaire des articles, la pratique a montré que les investisseurs de détail réalisent également des investissements de plus de 50.000 euros si bien que ce seuil ne reflète plus un critère réel de distinction entre investissement de détail et investissement professionnel.

Le chapitre 3 du projet de loi sous examen qui regroupe les articles 7 et 8 définit les dispositions générales et transitoires et fixe la date d'entrée en vigueur. Il est à noter que la directive est à transposer en droit national pour le 1<sup>er</sup> juillet 2012 au plus tard.

Le Conseil d'Etat ne peut pas se déclarer d'accord avec les dispositions de l'article 7, paragraphe 2 qui permet à la CSSF de modifier les différents seuils prévus aux articles précédents par règlement.

Cette disposition n'est pas conforme avec l'article 108*bis* de la Constitution. En effet, le pouvoir réglementaire des établissements publics ne peut jamais consister qu'en une simple mise en œuvre des règles d'application générales. Il est donc « exclu que les établissements publics soient habilités par le législateur à l'effet de déroger à des lois, voire de les compléter »<sup>1</sup>. Le Conseil d'Etat doit dès lors émettre une opposition formelle à l'endroit de la disposition sous examen. Une solution traditionnelle consisterait à fixer dans la loi en projet les grands principes de ces modifications de seuils et des limites pour se conformer aux obligations précédemment énoncées.

Le Conseil d'Etat considère qu'une solution qui lui semble à la fois juridiquement satisfaisante et techniquement plus simple qui répondra à la nécessité d'une transposition correcte de la directive et de la sauvegarde de la sécurité juridique au profit des personnes intéressées pourrait être envisagée. La difficulté à laquelle se trouve confronté le législateur national est que des éléments non essentiels, concrètement des termes techniques, d'une directive adoptée par le Conseil et le Parlement peuvent faire l'objet de modifications par des actes dits délégués de la Commission adoptés sur la base de l'article 290 TFUE<sup>2</sup>. Sur la base de ce nouvel article du Traité, le

---

<sup>1</sup> Avis du Conseil d'Etat du 3 mai 2005 sur le projet de loi modifiant entre autres la loi du 25 juillet 2002 concernant l'incapacité de travail et la réinsertion aux professionnels.

<sup>2</sup> Article 290 TFUE:

Parlement et le Conseil peuvent déléguer dans un acte législatif à la Commission le pouvoir d'adopter des actes non législatifs de portée générale qui complètent ou modifient certains éléments non essentiels de l'acte législatif. Ce mécanisme nouveau des actes délégués a remplacé la procédure de comitologie fixée sur la base de l'ancien article 202 TCE, supprimé par le Traité de Lisbonne, qui constituait un mécanisme de délégation de compétences à la Commission en vue de la mise en œuvre de la législation européenne garantissant le contrôle de la Commission par les Etats membres et le Parlement européen. L'article 290 ne détermine pas la nature de l'acte délégué; ainsi, une directive peut être modifiée non seulement par une directive déléguée de la Commission, mais aussi par un règlement délégué ou une décision déléguée de la Commission, actes par essence directement applicables<sup>3</sup>. La question se pose de savoir si, dans la transposition d'une directive, dont des données techniques sont susceptibles d'être modifiées par acte délégué, la loi nationale de transposition doit reproduire les données chiffrées figurant dans la directive avec obligation d'une adaptation régulière de cette loi au rythme de l'intervention d'actes délégués de la Commission. Juridiquement, on pourrait argumenter qu'il n'y a d'ailleurs pas de nouvelle directive à transposer, alors que l'acte délégué n'est pas une norme destinée aux Etats en vue d'une transposition propre, mais un acte particulier modifiant sur un point technique une directive déjà transposée en droit national. Ne pourrait-on pas envisager que la norme nationale de transposition de la directive puisse omettre toute indication chiffrée, se bornant à renvoyer aux montants ou aux seuils fixés par la législation européenne en vigueur à un moment donné, concrètement par la directive telle que modifiée par acte délégué? On ne saurait reprocher à l'Etat membre de ne pas avoir mis en œuvre avec une force contraignante incontestable, avec la spécificité, la précision et la clarté requises la directive. L'Etat aura respecté le résultat à atteindre au niveau de la transposition de la directive, conformément à l'article 288 TFUE et aura pris « toutes les mesures de droit interne nécessaires pour la mise en œuvre des actes juridiquement contraignants de l'Union » au sens de l'article 291 TFUE. La sécurité juridique du citoyen européen, concrètement de l'opérateur économique, sera garantie par le fait que la norme nationale de transposition renvoie expressément aux données chiffrées de la directive telle que modifiée par acte délégué. La publication de l'acte délégué au Journal officiel de l'Union européenne vaut information suffisante du citoyen; il serait d'ailleurs absurde d'interdire la reprise d'un règlement de l'Union européenne dans le journal officiel des Etats membres tout en

---

1. Un acte législatif peut déléguer à la Commission le pouvoir d'adopter des actes non législatifs de portée générale qui complètent ou modifient certains éléments non essentiels de l'acte législatif.

Les actes législatifs délimitent explicitement les objectifs, le contenu, la portée et la durée de la délégation de pouvoir. Les éléments essentiels d'un domaine sont réservés à l'acte législatif et ne peuvent donc pas faire l'objet d'une délégation de pouvoir.

2. Les actes législatifs fixent explicitement les conditions auxquelles la délégation est soumise, qui peuvent être les suivantes: a) le Parlement européen ou le Conseil peut décider de révoquer la délégation;

b) l'acte délégué ne peut entrer en vigueur que si, dans le délai fixé par l'acte législatif, le Parlement européen ou le Conseil n'exprime pas d'objections.

Aux fins des points a) et b), le Parlement européen statue à la majorité des membres qui le composent et le Conseil statue à la majorité qualifiée.

3. L'adjectif « délégué » ou « déléguée » est inséré dans l'intitulé des actes délégués.

<sup>3</sup> Voir: règlement délégué (UE) n° 626/2011 de la Commission du 4 mai 2011 complétant la directive 2010/30/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne l'indication, par voie d'étiquetage, de la consommation d'énergie des climatiseurs; décision déléguée de la Commission du 3 février 2012 modifiant la directive 2009/42/CE du Parlement européen et du Conseil relative au relevé statistique des transports de marchandises et de passagers par mer.

imposant la publication de données chiffrées fixées dans un règlement délégué de la Commission qui vient modifier une directive. Même si l'acte délégué prend la forme d'une directive, la solution ne devrait pas être différente alors que l'obligation de transposition s'analyse par rapport à la directive initiale modifiée par directive déléguée. Dans la pratique, on pourrait d'ailleurs envisager, dans le cas présent, que la CSSF procède, par voie d'avis au Mémorial ou sur son site Internet, à des fins exclusivement d'information, à une publication des derniers chiffres applicables ou des références aux actes délégués publiés au Journal officiel de l'Union européenne fixant ces chiffres. Dans cette logique, les seuils chiffrés figurant actuellement à l'article 2, paragraphe 1<sup>er</sup>, lettre *t bis*), à l'article 4, paragraphe 2, lettres h) et i) et à l'article 5, paragraphe 2, lettres c), d) et e) de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières seraient omis. Il y aurait lieu de se référer au montant fixé par l'article X 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, telle que modifiée, tel que ce montant a été modifié par acte délégué de la Commission, publié au Journal officiel de l'Union européenne.

Le Conseil d'Etat propose formuler les textes en cause du projet comme suit:

« **Art. 1<sup>er</sup>.** A la partie I (Dispositions générales), l'article 2 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières est modifié et complété de la façon suivante:

...

3° Au paragraphe 1<sup>er</sup>, est inséré entre les points t) et u) un nouveau point *t bis*) de la teneur suivante:

„*t bis*) „société à faible capitalisation boursière“: une société dont les titres de capital sont admis à la négociation sur un marché réglementé et dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure au montant fixé à l'article 2, paragraphe 1<sup>er</sup>, lettre t) de la directive 2003/71/CE et aux actes délégués pris en conformité avec l'article 24*bis* de cette directive, sur la base des cours de fin d'année au cours des trois années civiles précédentes;“

...

**Art. 2.** La partie II de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières (Des offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, faisant l'objet d'une harmonisation communautaire dans la directive 2003/71/CE) est modifiée et complétée de la façon suivante:

1° L'article 4 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières est modifié de la façon suivante:

1) au paragraphe 2, le point h) est remplacé par:

„h) aux valeurs mobilières figurant dans une offre au public lorsque le montant total de l'offre dans l'ensemble des Etats membres est inférieur à au montant fixé à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, lettre h) de la directive 2003/71/CE et aux actes délégués pris en conformité avec l'article 24*bis*

de cette directive; cette limite est calculée sur une période de douze mois;“

2) au paragraphe 2, le point i) est remplacé par:

- „i) aux valeurs mobilières autres que des titres de capital émises d’une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, lorsque le montant total de l’offre au public dans l’ensemble des Etats membres est inférieur au montant fixé à l’article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, lettre j) de la directive 2003/71/CE et aux actes délégués pris en conformité avec l’article 24*bis* de cette directive, limite qui est calculée sur une période de douze mois, pour autant que ces valeurs mobilières:
  - i) ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables;
  - ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d’acquérir d’autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liées à un instrument dérivé;“

...

2° L’article 5 de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières est modifié et complété de la façon suivante:

...

2) le paragraphe 2 est remplacé par:

„2. L’obligation de publier un prospectus ne s’applique pas aux catégories d’offres suivantes:

...

- c) une offre de valeurs mobilières adressée à des investisseurs qui acquièrent ces valeurs pour au moins le montant total fixé à l’article 3, paragraphe 2, lettre c) de la directive 2003/71/CE et les actes délégués pris en conformité avec l’article 24*bis* de cette directive, par investisseur et par offre distincte; et/ou
- d) une offre de valeurs mobilières dont la valeur nominale unitaire s’élève au moins au montant fixé à l’article 3, paragraphe 2, lettre d) de la directive 2003/71/CE et aux actes délégués pris en conformité avec l’article 24*bis* de cette directive; et/ou
- e) une offre de valeurs mobilières dont le montant total dans l’ensemble des Etats membres est inférieur au montant fixé à l’article 3, paragraphe 2, lettre e) de la directive 2003/71/CE et les actes délégués pris en conformité avec l’article 24*bis* de cette directive. Cette limite est calculée sur une période de douze mois. “

...

## **Art. 7.**

...

2° Si la Commission européenne arrête, par voie d'actes délégués en conformité avec l'article 24*bis* et dans le respect des conditions fixées par les articles 24*ter* et 24*quater* de la directive 2003/71/CE telle que modifiée, des mesures concernant l'ajustement des limites ou seuils repris à l'article 2, paragraphe 1<sup>er</sup>, lettre *tbis*), à l'article 4, paragraphe 2, lettres h) et i) et à l'article 5, paragraphe 2, lettres c), d) et e) de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières, la CSSF publiera un avis au Mémorial, renseignant sur les modifications intervenues, en y ajoutant une référence à l'acte délégué publié au Journal officiel de l'Union européenne fixant la nouvelle limite ou le nouveau seuil. »

Dans l'hypothèse où les autorités de l'Union européenne insisteraient à ce que les limites ou seuils prévus par la directive 2003/71/CE tels que modifiés par la directive 2010/73/UE figurent dans la loi même, une solution similaire pourrait être retenue, consistant, dans la logique d'une transposition dynamique de la directive, à libeller le texte de l'article 7, paragraphe 2 comme suit:

« 2° Si la Commission européenne arrête, par voie d'actes délégués en conformité avec l'article 24*bis* et dans le respect des conditions fixées par les articles 24*ter* et 24*quater* de la directive 2003/71/CE telle que modifiée, des mesures concernant l'ajustement des limites ou seuils repris à l'article 2, paragraphe 1<sup>er</sup>, lettre *tbis*), à l'article 4, paragraphe 2, lettres h) et i) et à l'article 5, paragraphe 2, lettres c), d) et e) de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières, ces limites ou seuils se trouveront modifiés sans autre forme de procédure avec effet au jour de la date de l'entrée en vigueur des actes délégués.

La CSSF publiera un avis au Mémorial, renseignant sur les modifications ainsi intervenues, en y ajoutant une référence à l'acte délégué publié au Journal officiel de l'Union européenne fixant la nouvelle limite ou le nouveau seuil. » »

Ainsi délibéré en séance plénière, le 12 juin 2012.

Le Secrétaire général,

s. Marc Besch

La Présidente ff.,

s. Viviane Ecker