

**Projet de loi**

**relative aux prospectus pour valeurs mobilières et portant :**

- 1. mise en œuvre du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE ; et**
- 2. abrogation de la loi modifiée du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières**

---

**Avis du Conseil d'État**

(22 janvier 2019)

Par dépêche du 29 juin 2018, le Premier ministre, ministre d'État, a soumis à l'avis du Conseil d'État 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, une fiche financière ainsi que le texte du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE.

L'avis de la Chambre de commerce a été communiqué au Conseil d'État par dépêche du 11 décembre 2018. Les avis des autres chambres professionnelles, demandés selon la lettre de saisine, n'ont pas encore été communiqués au Conseil d'État au moment de l'adoption du présent avis.

**Considérations générales**

Le projet de loi sous revue vise à mettre en œuvre le règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE (ci-après le « règlement (UE) 2017/1129 »). Le règlement en question abroge et remplace la directive 2003/71/CE qui a été transposée en droit luxembourgeois par la loi modifiée du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières.

Dans les considérants du règlement (UE) 2017/1129<sup>1</sup>, la Commission européenne souligne l'intérêt du recours à un règlement, acte d'application directe et qui n'impose pas de légiférer au niveau national, pour limiter la

---

<sup>1</sup> Considérant 5.

possibilité d'adopter des mesures nationales divergentes, l'approche choisie étant un gage de cohérence et de sécurité juridique accrues. Le dispositif proposé tire les conclusions de l'évolution des marchés et de la réglementation depuis 2005 et constitue une étape essentielle sur la voie de l'achèvement de l'union des marchés de capitaux. Le prospectus harmonisé de l'Union européenne représente en effet la porte d'accès au marché des capitaux européens pour les émetteurs qui ont besoin de mobiliser des capitaux sur les marchés des capitaux en vue du financement de leurs projets.

Le règlement européen vise entre autres à faciliter l'accès, et cela notamment pour les petites et moyennes entreprises (ci-après les « PME »), à différentes formes de financement dans l'Union européenne. D'une façon générale, la nouvelle législation réduit les charges administratives des entreprises en simplifiant et en rationalisant les règles et les procédures qu'elles doivent suivre lors de l'élaboration, de l'approbation et de la diffusion du prospectus qu'elles publient en cas d'offre au public de valeurs mobilières. Ainsi, le seuil au-dessus duquel le prospectus européen est obligatoire est relevé de 5 à 8 millions d'euros. Le dispositif supprime par ailleurs l'obligation de publier un prospectus pour tout projet de mobilisation de capitaux ne dépassant pas 1 million d'euros, seuil qui à l'heure actuelle est fixé à 100 000 euros. D'après l'exposé des motifs accompagnant la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus publié en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, les PME qui sont cotées sur un marché réglementé ou un marché de croissance des PME et qui bénéficieront du régime d'information allégé qui s'applique aux émissions secondaires, réaliseront des économies de 45 millions d'euros par an. Par ailleurs, vu que près de 70 pour cent de l'ensemble des prospectus approuvés au cours d'une année de référence donnée se rapportent à des émissions secondaires de valeurs mobilières par des entreprises déjà admises à la négociation sur un marché réglementé ou dans un système multilatéral de négociation, quelque sept cents prospectus par an pourraient bénéficier du régime d'information allégé pour les émissions secondaires.

Parallèlement, la nouvelle réglementation a pour objectif d'assurer un niveau élevé de protection des investisseurs qui doivent rester en position de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause sur la base d'informations suffisantes, objectives, compréhensibles, aisément analysables et concises. Ainsi les informations figurant dans un prospectus seront adaptées au type de prospectus, à la nature et à la situation de l'émetteur, au type de valeurs mobilières et à la nature des investisseurs ciblés par l'offre. Le prospectus ne devra notamment pas contenir des informations qui ne sont pas importantes et qui risquent de masquer les informations pertinentes pour la décision d'investissement<sup>2</sup>.

Le dispositif relatif au régime européen est complété, comme cela est le cas à l'heure actuelle, par un régime national dont le champ d'application se trouve cependant réduit. Par ailleurs, dans une perspective de simplification, de protection des investisseurs et de sécurité juridique, les auteurs du projet de loi ont choisi de rapprocher le régime national, tant au niveau de sa structuration et de sa substance que de la formulation de ses dispositions, du régime européen.

---

<sup>2</sup> Considérant 27.

La mise en œuvre du règlement (UE) 2017/1129 devra se faire pour, au plus tard, le 21 juillet 2019. Les auteurs du projet de loi ont choisi cette date pour l'entrée en vigueur de la loi en projet tout en avançant celle de l'article 4 du projet de loi qui exempte les offres au public de valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union européenne est inférieur à 8 millions d'euros, de l'obligation de publier un prospectus, exemption qui trouve sa base dans l'article 3, paragraphe 2, du règlement (UE) 2017/1129.

## **Examen des articles**

### Partie I – Dispositions générales

#### Article 1<sup>er</sup>

L'article 1<sup>er</sup> définit l'objet du projet de loi. Il ne fait en définitive qu'annoncer les matières qui seront couvertes dans les articles suivants et n'a aucun caractère normatif. L'objet du projet de loi ressortant par ailleurs à suffisance de son intitulé, la disposition sous revue pourra être omise.

#### Article 2

L'article 2 définit un certain nombre de notions utilisées à travers le projet de loi. En fait, il renvoie tout d'abord aux définitions du règlement (UE) 2017/1129 pour ensuite introduire une forme abrégée pour la dénomination d'autorités nationales et internationales et pour enfin définir les notions d'« État membre » et d'« État tiers » tel que cela est déjà le cas pour la loi actuellement en vigueur. Cette façon de procéder contribue à la lisibilité du texte et ne donne pas lieu à d'autres observations de la part du Conseil d'État.

#### Article 3

L'article 3 a, d'après le commentaire des articles, pour objectif de préciser comment la valeur nominale d'un titre libellé dans une devise autre que l'euro doit être appréciée et cela au regard de certains seuils exprimés en euros dans le projet de loi. Le commentaire des articles se réfère ensuite à diverses dispositions du projet de loi qui couvrent des offres au public non soumises à l'obligation de publier un prospectus ou un prospectus allégé.

Le Conseil d'État a du mal à cerner la portée de la disposition proposée qui est reprise, dans sa substance, de l'article 2 de la loi précitée du 10 juillet 2005. Tout d'abord, alors que les dispositions du projet de loi auxquelles le commentaire des articles se réfère, ont trait aux valeurs mobilières en général, la disposition sous revue se limite aux titres autres que de capital, c'est-à-dire des titres qui ne sont pas des actions ou autres valeurs mobilières assimilables à des actions. Les auteurs du projet de loi n'expliquent pas autrement leur façon de procéder sur ce point. Ensuite, la disposition vise, dans sa première partie, les offres au public de titres, pour se référer vers la fin de la phrase à la date de « l'émission ou de l'offre » en vue de la détermination du moment où l'équivalence de la valeur unitaire du titre émis dans une monnaie autre que l'euro doit être appréciée par rapport aux seuils exprimés en euros de la loi. Le Conseil d'État note que la disposition actuellement en vigueur vise, en début de phrase, tant les offres que les émissions de titres, ce qui lui paraît plus cohérent. Enfin, le Conseil

d'État s'interroge sur la signification exacte des termes « presque équivalente » pour qualifier la valeur nominale unitaire du titre, termes qui par ailleurs n'ont pas leur place, de par leur caractère approximatif, dans un texte normatif.

Pour mettre en évidence l'objectif poursuivi en l'occurrence, le Conseil d'État propose de préciser dans le texte que, pour l'application des dispositions mentionnées dans le commentaire des articles, dispositions qu'il conviendrait d'identifier correctement, la valeur nominale unitaire des titres visés, libellés dans une monnaie autre que l'euro, est convertie en euros à la date de l'émission ou de l'offre. Le cas échéant, la méthode de conversion serait à préciser.

## Partie II – Dispositions mettant en œuvre le règlement (UE) 2017/1129

Pour mieux faire ressortir la structure du projet de loi, le Conseil d'État propose d'intituler la partie II, qui est destinée à mettre en œuvre le régime européen, comme suit :

« Des offres au public et des admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières visées par le règlement (UE) 2017/1129 »

### Article 4

En ce qui concerne l'intitulé, et au vu du fait que l'article sous revue couvre seulement les dérogations et non pas, contrairement au règlement européen, l'obligation de publier, le Conseil d'État propose de le libeller comme suit :

« Dérogation à l'obligation de publier un prospectus ».

L'article 4 met en œuvre la possibilité offerte par l'article 3, paragraphe 2, du règlement (UE) 2017/1129 d'exempter de l'obligation de publier un prospectus les offres au public de valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union européenne est inférieur à 8 millions d'euros, tout en entourant cette exemption d'un certain nombre de modalités.

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, le Conseil d'État ne comprend pas la référence à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 4, du règlement (UE) 2017/1129, disposition qui énumère les types d'offres au public de valeurs mobilières auxquels l'obligation de publier un prospectus ne s'applique pas. L'article 3, paragraphe 2, du règlement (UE) 2017/1129 précise, quant à lui, que la possibilité d'exemption qu'il prévoit s'applique sans préjudice de son article 4, article qui, à son tour, a trait à l'émission d'un prospectus volontaire qui demeure toujours possible, étant entendu que ce prospectus volontaire sera soumis à toutes les dispositions du règlement européen. Le Conseil d'État propose dès lors de remplacer la référence à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 4, du règlement (UE) 2017/1129 par celle à son article 4. Il reviendra à cet aspect du projet de loi lors de l'examen de l'article 19 du projet de loi.

Le paragraphe 2, qui prévoit l'obligation d'aviser à l'avance la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après « la CSSF ») lorsqu'il est fait usage de l'exemption du paragraphe 1<sup>er</sup>, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Le paragraphe 3 instaure un régime particulier pour les offres au public de valeurs mobilières visées au paragraphe 1<sup>er</sup>, et dont le montant se situe entre 5 et 8 millions d'euros. Ces émissions devraient, selon les termes de la disposition proposée, être accompagnées d'une note d'information qui devra être publiée selon les modalités prévues à l'article 29, paragraphe 2, du projet de loi. Le Conseil d'État note que cette dernière disposition a trait à la publication d'un « prospectus allégé » sous le régime national, la notion de « note d'information » n'apparaissant pas au niveau de la disposition visée. Le Conseil d'État suggère de reprendre *in extenso* les modalités de publication visées à l'article 29, paragraphe 2, à l'endroit de la disposition sous revue. La disposition prévoit encore que la note d'information contient des informations succinctes sur l'émetteur et les valeurs mobilières ainsi que sur les modalités et les raisons de l'offre. Pour des raisons de sécurité juridique, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi, sous peine d'opposition formelle, de préciser dans la loi le contenu de la note d'information précitée.

### Article 5

L'article 5 met en œuvre l'article 11 du règlement (UE) 2017/1129. La disposition en question a trait à la responsabilité pour les informations contenues entre autres dans un prospectus.

Le Conseil d'État rappelle d'abord que, selon l'article 288, alinéa 2, TFUE, le règlement est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout État membre. Si le règlement en cause laisse le soin aux États membres de prendre eux-mêmes les mesures législatives, réglementaires, administratives et financières nécessaires pour que les dispositions dudit règlement puissent être effectivement appliquées, ils ne doivent toutefois pas entraver l'applicabilité directe du règlement ni en dissimuler la nature européenne<sup>3</sup>.

Le Conseil d'État note qu'en l'occurrence des mesures nationales de mise en œuvre portant réception dans le droit national sont effectivement nécessaires. Il s'agit en effet, à la base, d'exercer une option prévue à l'article 11, paragraphe 1<sup>er</sup>, du règlement (UE) 2017/1129. En ce qui concerne cette option, qui permet aux organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur de prendre en charge la responsabilité des informations contenues dans le prospectus, les auteurs du projet de loi ont choisi, comme tel est le cas déjà pour la législation actuellement en vigueur, de ne pas la retenir. Par ailleurs, le législateur européen donne pour mission à l'État membre de veiller à l'application effective du texte européen.

Le Conseil d'État constate ensuite que les auteurs du projet de loi ont repris dans une large mesure le texte du règlement européen en vue de la formulation du dispositif national. Cette façon de procéder est acceptable en l'occurrence en raison du fait qu'il n'y a pas, au vu du libellé du titre de la partie II du projet de loi et de la référence au texte européen figurant au paragraphe 2 de la disposition sous revue, risque de dissimulation de la nature et de l'origine européennes du texte repris.

Le Conseil d'État relève encore qu'au niveau du paragraphe 3, alinéa 1<sup>er</sup>, la notion de « document d'enregistrement universel », utilisée dans le

---

<sup>3</sup> CJUE, arrêt du 9 février 2017, *M. S. / P. S.*, C-283/16, pt. 47 et sq. ; CJUE, arrêt du 21 décembre 2011, *Danske Svineproducenter*, C-316/10, pt. 37 et sq.

règlement européen, et celle de « document d'enregistrement allégé » font leur apparition. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant les articles 21 et 23.

Enfin, et en ce qui concerne le paragraphe 3, alinéa 2, le Conseil d'État signale qu'il y a lieu d'éviter dans le dispositif des textes législatifs, tout renvoi à une directive européenne et de se référer à l'intitulé de la seule mesure nationale de transposition.

### Article 6

L'article 6 assure la mise en œuvre de l'article 31 du règlement (UE) 2017/1129. Cette dernière disposition invite les États membres à désigner une autorité administrative compétente unique couvrant les missions résultant du règlement.

Le paragraphe 1<sup>er</sup> confie cette mission à la CSSF qui sera chargée de veiller à l'application du règlement européen, de la loi qui résultera du projet de loi sous revue et des mesures prises pour leur exécution.

D'après le paragraphe 2, la CSSF pourra déléguer à des tiers les tâches relatives à la publication électronique des prospectus approuvés et des documents connexes. L'article 21 du règlement (UE) 2017/1129 prévoit la publication du prospectus par l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé. Parallèlement, et conformément au paragraphe 5 de l'article 21, l'autorité compétente de l'État membre d'origine publie sur son site internet tous les prospectus approuvés. L'article 31 du règlement (UE) 2017/1129 ouvre ensuite la possibilité pour l'autorité compétente de déléguer cette tâche selon des modalités qui sont définies dans le texte même du règlement européen. C'est dans cette perspective que les auteurs du projet de loi ont intégré à l'article 6, paragraphe 2, du projet de loi un renvoi au texte européen. Le dispositif ainsi proposé correspond d'ailleurs à une pratique déjà suivie par la CSSF qui, sous l'empire de la législation actuelle, confie la publication des prospectus approuvés à la Bourse de Luxembourg. Le Conseil d'État note que la responsabilité ultime en la matière incombera à la CSSF. En effet, et en vertu de l'article 31, paragraphe 2, alinéa 3, du règlement (UE) 2017/1129, « [l]a responsabilité ultime du contrôle du respect du présent règlement, ainsi que de l'approbation du prospectus, incombe à l'autorité compétente (...) ».

Le paragraphe 3, qui a trait à la coopération et à l'échange d'informations conformément aux dispositions du règlement européen, de la future loi et des mesures prises pour leur exécution, ne donne pas lieu à observation.

Il en est de même du paragraphe 4 qui reprend une disposition de la loi précitée du 10 juillet 2005 en relation avec la portée de l'approbation par la CSSF d'un prospectus.

### Article 7

L'article 7 a pour objet la mise en œuvre de l'article 32 du règlement (UE) 2017/1129 et couvre les pouvoirs que la CSSF aura à sa disposition pour assurer le respect de la réglementation mise en place.

Le Conseil d'État note qu'en son paragraphe 1<sup>er</sup>, le texte proposé précise que la CSSF dispose de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête aux fins de l'application du règlement européen, de la loi en projet et « des mesures prises pour leur exécution » et cela en vue de l'exercice de ses missions « dans les limites définies par ledit règlement, la présente partie et les mesures prises pour leur exécution ». Le Conseil d'État relève que le champ des interventions de la CSSF est ainsi doublement défini, tant par rapport à l'objectif de ses interventions que par rapport aux limites de celles-ci. Le Conseil d'État note que, dans d'autres textes qui ont trait à la mise en œuvre de règlements européens, le législateur a défini le champ des pouvoirs de surveillance et d'enquête de la CSSF par rapport au seul règlement européen et à la loi. Si l'extension de ce champ aux mesures d'exécution du règlement européen prises par les autorités européennes ne pose pas problème dans cette perspective, le Conseil d'État s'interroge toutefois sur l'intégration dans cette extension, en l'occurrence, et ensuite à plusieurs endroits du texte sous revue, des mesures prises pour l'exécution de la loi. Les auteurs du projet de loi suggèrent en effet, à travers leur façon de procéder, tout d'abord que les mesures en question pourraient être source de nouvelles obligations à charge des personnes visées par le projet de loi sous revue et ensuite que les limites définissant les pouvoirs de la CSSF et l'exercice par celle-ci de ces pouvoirs pourraient être définies à travers une mesure d'exécution de la loi.

Le Conseil d'État examinera la façon de procéder des auteurs du projet de loi d'abord par rapport aux matières couvertes par d'éventuelles mesures prises en exécution de la future loi et ensuite par rapport aux limites définissant les pouvoirs de la CSSF et l'exercice par celle-ci de ces pouvoirs et d'éventuelles mesures d'exécution de la loi à ce niveau.

En ce qui concerne les matières couvertes par d'éventuelles mesures prises en exécution de la future loi, qu'il s'agisse de règlements pris par le Grand-Duc ou de règlements de la CSSF, le Conseil d'État part de l'hypothèse que le domaine dans lequel les instances en question seraient amenées à intervenir toucherait à la liberté du commerce protégée par l'article 11, paragraphe 6, de la Constitution et, dès lors, à une matière réservée à la loi.

Le Conseil d'État rappelle tout d'abord que le Grand-Duc ne peut prendre de règlement dans les matières réservées à la loi sans qu'il en soit expressément chargé par une disposition législative (article 32, paragraphe 3, de la Constitution). L'établissement public ne pourra, à son tour, intervenir par le biais d'un règlement, et cela indépendamment de la question de savoir si l'on se trouve en présence d'une matière réservée ou non, sans que cette intervention soit solidement fondée dans la loi (article 108*bis* de la Constitution).

Le Conseil d'État note encore que dans les matières réservées à la loi, le législateur ne peut charger le Grand-Duc ou un établissement public de la détermination des éléments essentiels de la matière, seuls les éléments moins essentiels pouvant être relégués au règlement. Le Conseil d'État renvoie à la jurisprudence de la Cour constitutionnelle<sup>4</sup> et à ses propres avis du 20 février 2018 sur le projet de loi relative aux marchés d'instruments

---

<sup>4</sup> Cour constit., arrêts du 2 mai 2018, n<sup>os</sup> 132/18 et 133/18 (Mém. A n<sup>os</sup> 196 et 197 du 20 mars 2018).

financiers<sup>5</sup> et du 20 mars 2018 sur le projet de loi relative à des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers résidentiels<sup>6</sup>.

Or, en l'occurrence, le Conseil d'État se doit de constater que le projet de loi ne comporte aucun dispositif renvoyant à un règlement grand-ducal ou à un règlement de la CSSF et prévoyant l'intervention, dûment encadrée par la loi, du Grand-Duc ou de la CSSF dans une perspective respectant les principes que le Conseil d'État vient de rappeler.

Pour ce qui est des limites définissant les pouvoirs de la CSSF et l'exercice par celle-ci de ces pouvoirs et d'éventuelles mesures d'exécution de la loi à ce niveau, le Conseil d'État constate que, d'après l'article 108*bis* de la Constitution, l'organisation des établissements publics doit être déterminée par le législateur. En vertu du principe de spécialité, consacré par l'article 108*bis* de la Constitution, la portée des missions de l'établissement public, en ce compris les pouvoirs dont il dispose, le cas échéant, pour exercer ses missions, doit être cernée avec précision par le législateur. Le Conseil d'État renvoie, sur ce point, à ses avis du 27 novembre 2012 concernant le projet de loi sur le secteur des assurances (doc. parl. n° 6456<sup>2</sup>) et du 7 juin 2016 concernant le projet de loi relative à la profession de l'audit (doc. parl. n° 6969<sup>1</sup>). Il appartient ainsi au législateur de définir avec précision les pouvoirs des établissements publics, en l'occurrence de la CSSF, les limites de ces pouvoirs n'étant pas extensibles à travers des mesures d'exécution de la loi. Dans le même ordre d'idées concernant toujours la nécessaire précision de la définition au niveau de la loi des missions et des pouvoirs de la CSSF, il conviendrait de se référer au paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, non pas à « tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête », mais simplement aux « pouvoirs de surveillance et d'enquête » et d'écrire au paragraphe 2 que « Les pouvoirs de la CSSF sont les suivants : », le texte proposé par les auteurs du projet de loi suggérant en effet qu'en dehors des pouvoirs qui sont énumérés par la suite, la CSSF pourrait recourir encore à d'autres pouvoirs non définis dans le projet de loi sous revue.

Le Conseil d'État demande par voie de conséquence, sous peine d'opposition formelle, pour des raisons de sécurité juridique, de préciser les contours des pouvoirs de la CSSF dans le sens indiqué ci-dessus, de renoncer à la référence aux mesures prises pour l'exécution de la loi et de

---

<sup>5</sup> Avis du Conseil d'État du 20 février 2018 sur le projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers et portant : 1. transposition de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE ; 2. transposition de l'article 6 de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire ; 3. mise en œuvre du règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 ; 4. modification de : a) la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ; b) la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; c) la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière ; d) la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances ; et de e) la loi du 15 mars 2016 relative aux produits dérivés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux et modifiant différentes lois relatives aux services financiers ; et 5. abrogation de la loi modifiée du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers (doc. parl. n° 7157<sup>2</sup>).

<sup>6</sup> Avis du Conseil d'État du 20 mars 2018 sur le projet de loi relative à des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers résidentiels et portant modification de : - la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ; - la loi du 1<sup>er</sup> avril 2015 portant création d'un comité du risque systémique et modifiant la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg (doc. parl. n° 7218<sup>4</sup>).



limiter le champ de la disposition au règlement européen et à la future loi, avec une extension, le cas échéant, vers les mesures prises pour l'exécution du règlement européen.

Pour contrer cette opposition formelle, le Conseil d'État propose aux auteurs de la loi en projet de s'inspirer de l'article 4, paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, de la loi du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché et de le compléter par une référence aux mesures prises pour l'exécution du règlement européen. Dans cette perspective, la disposition sous revue se lirait comme suit :

« Aux fins de l'application du règlement (UE) 2017/1129, des mesures prises pour son exécution et de la présente partie, la CSSF est investie des pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions dans les limites définies par ledit règlement, les mesures prises pour son exécution et la présente partie. »

Le texte des points 4<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup>, 6<sup>o</sup>, 7<sup>o</sup>, 8<sup>o</sup> et 11<sup>o</sup> serait à adapter dans la même perspective.

L'article 7 reprend, au niveau de son paragraphe 2, les pouvoirs énumérés à l'article 32 du règlement (UE) 2017/1129 et dont l'autorité compétente doit disposer au minimum. La disposition étend ensuite ces pouvoirs sur différents points.

Les pouvoirs de la CSSF prévus aux points 1<sup>o</sup>, 2<sup>o</sup>, 3<sup>o</sup>, 5<sup>o</sup>, 9<sup>o</sup>, 11<sup>o</sup> et 12<sup>o</sup> sont étendus aux garants afin de tenir compte du fait que ceux-ci peuvent assumer la responsabilité pour les informations contenues dans le prospectus.

Au point 10<sup>o</sup>, le pouvoir de suspension du processus d'examen du prospectus par la CSSF est étendu au cas où l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après l'« AEMF ») utiliserait son pouvoir d'interdiction ou de suspension sur base de l'article 40 du règlement (UE) n<sup>o</sup> 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n<sup>o</sup> 648/2012.

Les pouvoirs prévus au point 11<sup>o</sup> permettent d'illustrer une critique que le Conseil d'État a formulée de façon itérative, à savoir l'introduction dans les dispositions définissant les pouvoirs de la CSSF de dispositions reprenant des pouvoirs qui s'apparentent à de vraies sanctions administratives. Tel est le cas en l'occurrence du pouvoir pour la CSSF de refuser l'approbation de tout prospectus établi par un certain émetteur, un offreur, une certaine personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou un certain garant pour une durée maximale de cinq ans, lorsque les personnes en question ont gravement et à maintes reprises enfreint la réglementation en vigueur. Ce pouvoir revient en effet à exclure les personnes en question pour une durée pouvant atteindre cinq ans du lancement d'une offre au public de valeurs mobilières ou de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé dans la mesure où ces opérations tombent dans le champ d'application du règlement européen. Le Conseil d'État estime dès lors qu'il serait préférable que la disposition afférente figure dans le catalogue des sanctions prévu à l'article 12 du projet de loi. Par ailleurs, le pouvoir de sanction donné en l'occurrence à la CSSF devrait en principe être circonscrit de façon plus

précise pour être conforme aux principes découlant de l'article 14 de la Constitution. La façon dont est défini le comportement qu'il s'agit de sanctionner, comportement qui devra avoir été constaté « à maintes reprises », laisse en effet une marge d'appréciation très large à la CSSF. De l'avis du Conseil d'État, il conviendrait de configurer autrement ce pouvoir de sanction de la CSSF. La sanction dont il s'agit devrait ainsi pouvoir être prononcée dès la première infraction, le niveau de la sanction étant ensuite apprécié sur base des circonstances figurant à l'article 12, paragraphe 4, du projet de loi. Ce n'est qu'au vu du fait que la formulation choisie par les auteurs du projet de loi est directement reprise du texte du règlement (UE) 2017/1129 que le Conseil d'État peut s'accommoder du texte proposé.

Le pouvoir de procéder à des inspections sur place ou à des enquêtes sur des sites autres que les résidences privées des personnes physiques (point 14°) est étendu aux personnes qui ne sont pas soumises à la surveillance de la CSSF, étant entendu que la CSSF devra à ce moment disposer d'une autorisation judiciaire. Par ailleurs, il pourra être procédé à de telles inspections auprès des émetteurs. Les dispositifs en question sont inspirés de dispositifs analogues figurant par exemple dans la loi modifiée du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché.

Ensuite, et en ce qui concerne les valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé, la CSSF pourra en vertu de l'article 12, paragraphe 4, comme cela est déjà le cas actuellement au titre de la loi précitée du 10 juillet 2005, exercer les pouvoirs qui lui sont donnés en vertu du point 12° également à l'égard de toute autre personne ayant demandé l'admission à la négociation sur un marché réglementé sans le consentement de l'émetteur.

Le Conseil d'État constate enfin que le texte proposé prévoit, en son point 15°, le pouvoir pour la CSSF de transmettre les informations qu'elle a collectées au Procureur d'État en vue de poursuites pénales. Tout en constatant qu'une telle disposition figure dans la loi précitée du 23 décembre 2016 ou encore dans la loi du 17 avril 2018 relative aux documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, le Conseil d'État estime que cette disposition est à omettre comme étant superfétatoire, étant donné que l'article 23 du Code de procédure pénale, qui prévoit une obligation d'information du procureur et non pas seulement un droit d'information, est de toute façon applicable.

Le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

#### Articles 8 et 9

L'article 8 traite des conditions sous lesquelles la CSSF pourra effectuer des inspections sur place et des saisies auprès de personnes qui ne sont ni des personnes soumises à sa surveillance ni des émetteurs. Il couvre plus particulièrement l'autorisation judiciaire dont doit disposer la CSSF lorsqu'elle exerce les pouvoirs en question en dehors de l'assentiment des personnes concernées.

L'article 9 définit ensuite le régime des inspections sur place.

Ces deux dispositions qui figurent, sous réserve de quelques adaptations mineures, dans des termes identiques dans la loi précitée du

23 décembre 2016, ne donnent pas lieu à des observations de principe de la part du Conseil d'État.

Le Conseil d'État rappelle toutefois qu'en ce qui concerne la définition de l'instance judiciaire appelée à intervenir, il avait demandé, dans son avis complémentaire du 6 mars 2018 sur le projet de loi n° 7164<sup>7</sup>, de « se référer au « président du tribunal d'arrondissement de Luxembourg » en lieu et place du « juge d'instruction près le Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg » ou du « juge d'instruction directeur » ou encore du « juge d'instruction » ».

#### Article 10

L'article 10 met en œuvre l'article 41, paragraphe 4, du règlement (UE) 2017/1129 et oblige les employeurs à mettre en place un dispositif de signalement des violations de la réglementation sous revue.

Le Conseil d'État propose de remplacer les termes « pour que leurs salariés signalent les infractions » par les termes « permettant à leurs salariés de signaler ».

La disposition proposée ne donne pas lieu à d'autre observation de la part du Conseil d'État.

#### Article 11

L'article 11 règle certaines modalités de la coopération de la CSSF avec les autorités de surveillance de pays tiers.

Le Conseil d'État a du mal à cerner la portée de cette disposition. La coopération avec les pays tiers est en effet organisée à travers l'article 30 du règlement (UE) 2017/1129 qui prévoit un dispositif d'accords de coopération entre les autorités compétentes des États membres et les autorités de surveillance de pays tiers concernant l'échange d'informations. La disposition en question prévoit un certain nombre de modalités qui doivent entourer la conclusion de ces accords de coopération, modalités qui se retrouvent d'ailleurs au niveau de l'article 11, tel que proposé par les auteurs du projet de loi. Ces derniers justifient leur façon de procéder par la nécessité qu'il y aurait de ne pas remettre en cause le statut de la CSSF en tant qu'autorité signataire du « *Multilateral Memorandum of Understanding concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* » de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, donnant ainsi l'impression que la mise en vigueur du règlement européen mettrait la CSSF en porte-à-faux par rapport à ses engagements pris au titre du mémorandum précité. S'il devait y avoir contrariété entre les principes qui régissent les deux textes, le Conseil d'État voit mal comment le législateur national pourrait remédier à cet état des choses, le texte européen étant destiné à prévaloir. À défaut d'explications plus détaillées fournies par

---

<sup>7</sup> Projet de loi portant mise en œuvre du règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, et portant : 1. modification du Code de la consommation ; 2. modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; 3. modification de la loi modifiée du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme ; et 4. modification de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances (doc. parl. n° 7164<sup>4</sup>).

les auteurs du projet de loi sur ce point, le Conseil d'État demande de renoncer au texte proposé.

### Articles 12 et 13

Les articles 12 et 13 mettent en place, comme c'est devenu une tradition, deux arsenaux de sanctions, l'un administratif et l'autre pénal.

L'article 12 énumère les comportements qui peuvent faire l'objet de sanctions administratives et d'autres mesures administratives (paragraphe 1<sup>er</sup>). Ces sanctions et mesures administratives sont ensuite énumérées (paragraphe 2). Le paragraphe 3 donne la possibilité à la CSSF de prononcer des amendes d'ordre. Enfin, le paragraphe 4 définit les circonstances dont la CSSF tient compte pour calibrer ses sanctions. Ce faisant, les auteurs du projet de loi assurent la mise en œuvre des articles 38 et 39 du règlement (UE) 2017/1129.

L'article 13 quant à lui a trait aux sanctions pénales que la CSSF peut prononcer à l'égard de ceux qui procèdent sciemment à une offre au public de valeurs mobilières sur le territoire du Luxembourg sans prospectus.

L'article 38 du règlement européen invite les États membres, sans préjudice de leur droit de prévoir et d'imposer des sanctions pénales, à imposer des sanctions administratives et de prendre d'autres mesures administratives appropriées, ces sanctions et mesures devant être effectives, proportionnées et dissuasives. L'article 38 énumère ensuite un certain nombre de comportements qui devront, au minimum, être sanctionnés et les sanctions et les mesures administratives que doit comporter, au minimum ici encore, le dispositif national.

Dans leur substance, les paragraphes 1<sup>er</sup> et 2 de l'article 12 mettent correctement en œuvre les dispositions du règlement européen. Pour ce qui est du cercle des personnes visées par les sanctions, le Conseil d'État part de l'hypothèse qu'il découle de la définition des comportements incriminés et qu'il est constitué exclusivement de professionnels soumis à la surveillance de la CSSF. En ce qui concerne le point 2<sup>o</sup> du paragraphe 1<sup>er</sup> qui énumère les dispositions de la future loi qui pourront être sanctionnées au titre de l'article 12, le Conseil d'État demande, sous peine d'opposition formelle, de préciser, en vue d'aboutir à un dispositif respectant l'article 14 de la Constitution, les renvois aux comportements qu'il s'agit de sanctionner. En ce qui concerne l'article 4 de la future loi, il s'agit plus particulièrement de ses paragraphes 2 et 3 qui imposent des obligations à ceux qui procèdent à une offre au public de valeurs mobilières. Quant à l'article 5, qui a essentiellement pour but de définir la responsabilité liée au prospectus, seul son paragraphe 1<sup>er</sup> impose, au niveau de sa deuxième phrase, des obligations aux personnes concernées.

Le Conseil d'État propose ensuite de remplacer aux points 3<sup>o</sup>, 4<sup>o</sup> et 5<sup>o</sup> du paragraphe 2 les termes « sanctions pécuniaires administratives », bien qu'utilisés par le règlement européen, par les termes « amendes administratives ». Au point 4<sup>o</sup>, et pour éviter tout malentendu, il conviendrait de préciser que l'amende administrative y visée peut atteindre « jusqu'à 3% du chiffre d'affaires annuel total ».

Au paragraphe 3, le Conseil d'État constate que la précision selon laquelle les informations inexacts ou incomplètes fournies par les

personnes concernées doivent l'avoir été « sciemment », exclut la fourniture d'informations inexacts ou incomplètes par simple négligence du champ des sanctions. Le Conseil d'État note l'existence de dispositifs légaux contenant effectivement la précision que les informations inexacts ou incomplètes fournies doivent l'avoir été « sciemment ». Il estime toutefois que la fourniture d'informations inexacts ou incomplètes par négligence ou inadvertance devrait également pouvoir être sanctionnée par une amende d'ordre, tel que c'est le cas dans la législation en vigueur<sup>8</sup>. Il appartiendra à la CSSF d'analyser le comportement constaté et de calibrer une éventuelle amende d'ordre sur base des critères figurant à l'article 12, paragraphe 4, du projet de loi.

L'article 12, en son paragraphe 4, reproduit le texte de l'article 39 du règlement (UE) 2017/1129. En raison du fait que le texte européen se suffit à lui-même et ne requiert pas de dispositif national pour assurer son application, le Conseil d'État doit formellement s'opposer à la disposition sous revue qui méconnaît le principe de l'applicabilité directe de l'acte européen. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 5 du projet de loi.

L'article 13 sanctionne pénalement quiconque procède sciemment à une offre au public de valeurs mobilières sur le territoire du Luxembourg sans prospectus approuvé conformément aux dispositions prévues par le règlement (UE) 2017/1129 lorsque la publication d'un tel prospectus est exigée. D'après le commentaire des articles, le caractère intentionnel de l'acte justifierait l'imposition d'une sanction pénale par rapport au manquement administratif correspondant et contribuerait ainsi à éviter un cumul de sanctions pénales et administratives pour la même infraction.

Le Conseil d'État constate, pour sa part, que le principe du « *non bis in idem* » s'applique dès lors que sont en cause les mêmes faits, appréciés de façon matérielle, indépendamment des différentes qualifications juridiques dont ils sont susceptibles de faire l'objet, pourvu que les poursuites et les sanctions considérées revêtent un caractère pénal. Tel pourrait bien être le cas en l'occurrence dans le cas d'une offre au public irrégulière effectuée délibérément sans prospectus. Ces faits pourraient être poursuivis pénalement et administrativement et aboutir à un cumul de poursuites ou de sanctions revêtant un caractère pénal au sens de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme. Les faits à la base des poursuites seraient les mêmes. On peut également considérer que les sanctions seraient de même nature, c'est-à-dire d'une sévérité, globalement appréciée, équivalente. Les plafonds institués pour les montants des sanctions pénales correspondent en effet exactement à ceux de la sanction administrative. Par ailleurs les intérêts protégés à travers les deux poursuites pourraient également être considérés comme étant les mêmes, les poursuites ayant une même finalité et s'exerçant à l'égard des mêmes personnes.

#### Article 14

L'article 14 assure la mise en œuvre de l'article 42 du règlement (UE) 2017/1129 pour définir le régime de la publication des décisions que la CSSF sera amenée à prendre. Il reproduit en fait pratiquement à l'identique le texte de l'article 42 du règlement européen. Le Conseil d'État renvoie ici

---

<sup>8</sup> Article 25, paragraphe 1<sup>er</sup>, 3<sup>e</sup> tiret, de la loi précitée du 10 juillet 2005 : « - lorsque les renseignements fournis se révèlent être incomplets ou inexacts, ».

encore à ses observations formulées à l'endroit du texte de l'article 5 du projet de loi concernant le principe de l'applicabilité directe des règlements européens dans l'ordre juridique interne des États membres. Il constate que seul le paragraphe 2 de l'article 42 du règlement (UE) 2017/1129 contient une invitation aux États membres de prendre des mesures destinées à garantir que l'action de leurs autorités de surveillance corresponde à certains principes. En ce qui concerne le texte des paragraphes 1<sup>er</sup> et 4 du règlement (UE) 2017/1129, il s'adresse directement aux autorités de surveillance, c'est-à-dire à la CSSF dans le cas luxembourgeois. Ces derniers textes, tout comme le paragraphe 3, ne nécessitent aucune mesure de mise en œuvre dans l'ordre juridique national à prendre par le législateur. Au paragraphe 1<sup>er</sup>, les auteurs du projet de loi méconnaissent par ailleurs le principe de l'applicabilité directe du texte européen, en laissant le législateur national opérer un choix – liste des informations que la publication d'une sanction administrative ou d'une autre mesure administrative doit comporter – qui, d'après le texte européen, relève du champ de compétence de l'autorité de surveillance. Au vu de ce qui précède, le Conseil d'État doit dès lors s'opposer formellement aux textes des paragraphes 1<sup>er</sup>, 3 et 4 de l'article 14 pour non-respect du principe de l'applicabilité directe du texte européen. Pour ce qui est du texte du paragraphe 2, le Conseil d'État exige, sous peine d'opposition formelle, vu que le libellé proposé par les auteurs du projet de loi risque de dissimuler la nature et l'origine européennes du dispositif, de le compléter par une référence au texte européen. Dans cette perspective, le paragraphe 2 pourrait se lire comme suit :

« Lorsque, dans le cadre d'une publication effectuée conformément à l'article 42, paragraphe 1<sup>er</sup>, du règlement (UE) 2017/1129, la publication de l'identité des personnes morales ou de l'identité ou des données à caractère personnel des personnes physiques concernées est jugée disproportionnée par la CSSF [...]. »

### Article 15

L'article 15 définit le droit de recours contre les décisions prises par la CSSF. En ce qui concerne le paragraphe 1<sup>er</sup>, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi s'en sont tenus au délai de droit commun pour le recours et ne formule pas d'autre observation.

Quant au paragraphe 2 de l'article sous examen, le Conseil d'État observe qu'un recours en réformation est inconcevable en cas de silence de l'administration. Le droit commun s'appliquera en l'occurrence et partant, le paragraphe 2 est à omettre.

### Partie III – Des offres au public et des admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières non visées par le règlement (UE) 2017/1129

La partie III met en place une sorte de régime national qui couvre les offres au public et les admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières « non visées par le règlement (UE) 2017/1129 ». Le Conseil d'État interprète cette dernière notion comme visant les offres au public et les admissions à la négociation sur un marché auxquelles le règlement (UE) 2017/1129 n'est pas applicable.

Le Conseil d'État note dans ce contexte que l'article 4 du règlement européen fait une distinction entre offres au public qui ne relèvent pas de

son champ d'application et offres qui sont exemptées de l'obligation de publier un prospectus conforme aux dispositions du règlement, mais qui pour le reste se voient appliquer ses dispositions.

Dans cette perspective, le champ des dispositions sous revue aurait vocation à couvrir les valeurs mobilières visées à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 2, du règlement (titres autres que de capital émis par un État membre ou par l'une des autorités régionales ou locales d'un État membre, parts de capital dans les banques centrales des États membres, etc.) et à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 3 (offres au public de valeurs mobilières dont le montant total dans l'Union européenne est inférieur à 1 million d'euros).

Concernant les offres au public de valeurs mobilières d'un montant inférieur à 1 million d'euros, le Conseil d'État constate que le règlement européen prévoit encore que les États membres n'étendent pas l'obligation d'établir un prospectus conformément au règlement aux offres au public visées à l'article 1<sup>er</sup>, paragraphe 3. Les États membres peuvent toutefois imposer dans ce cas d'autres obligations d'information au niveau national dans la mesure où elles ne constituent pas une charge disproportionnée ou inutile. Les auteurs du projet sous revue ont, pour leur part, fait le choix d'exclure les offres au public en question purement et simplement du champ de la partie III (article 17, paragraphe 2, point 1<sup>o</sup>) et des dispositifs, dont le prospectus allégé, qui y figurent. Il en est de même des offres au public de parts émises par les organismes de placement collectif autres que ceux du type fermé qui, d'après l'article 17, paragraphe 2, point 2<sup>o</sup>, alinéa 2, relèvent des seules dispositions prévues par la réglementation luxembourgeoise en matière d'organismes de placement collectif.

L'article 1<sup>er</sup> du règlement européen prévoit ensuite, en ses paragraphes 4 et 5, une longue liste d'offres au public de valeurs mobilières et d'admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières qui sont simplement dispensées de l'obligation de publier un prospectus conformément aux dispositions du règlement, mais auxquelles le règlement (UE) 2017/1129 s'applique pour le surplus. Par voie de conséquence, ces opérations ne seront pas couvertes par les dispositions sous revue figurant à la partie III du projet de loi. L'article 18, paragraphe 2, les exclut d'ailleurs de l'obligation de publier un prospectus allégé prévue par l'article 18, paragraphe 1<sup>er</sup>, du projet de loi.

Enfin, l'article 3, paragraphe 2, du règlement (UE) 2017/1129 permet aux États membres d'exempter les offres au public de valeurs mobilières de l'obligation de publier un prospectus sous certaines conditions et notamment lorsque le montant total de ces offres dans l'Union européenne est inférieur à un montant monétaire calculé sur une période de douze mois qui ne peut dépasser 8 millions d'euros. Ici encore, et pour le surplus, le règlement européen continue à s'appliquer. Les auteurs du projet de loi ont par ailleurs, après avoir exempté les offres au public de valeurs mobilières inférieures à 8 millions d'euros de la publication d'un prospectus conforme aux dispositions du règlement européen, mis en place dans la partie II, qui met en œuvre le règlement (UE) 2017/1129, un dispositif simplifié de publication d'une note d'information pour les offres au public de valeurs mobilières entre 5 et 8 millions d'euros, les offres se situant entre 1 million et 5 millions en étant exemptées, ce qui les rapproche du régime applicable aux offres inférieures à 1 million d'euros. Ils précisent ensuite à l'article 18, paragraphe 2, que le régime du prospectus allégé n'est pas applicable aux offres au public de valeurs mobilières inférieures à 8 millions d'euros, ce

qui est logique par rapport au dispositif mis en place au niveau de la partie II du projet de loi.

En fin de compte, le champ du dispositif national sera dès lors plutôt restreint.

### Article 16

L'article 16 donne des précisions quant aux définitions prévues par le règlement (UE) 2017/1129 qui ne sont pas applicables dans le contexte de la partie III du projet de loi. Il est rappelé que l'article 2 du projet de loi prévoit que, sauf dispositions contraires prévues aux parties III et IV, les termes utilisés dans l'ensemble de la loi ont la signification qui leur est attribuée par le règlement (UE) 2017/1129. Les définitions non reprises du règlement européen sont remplacées par des définitions figurant aux articles 17 et 40 du projet de loi qui tiennent compte du cadre spécifique mis en place par les chapitres I et II de la partie III. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

### Chapitre 1 : Des offres au public de valeurs mobilières

#### Article 17

L'article 17 définit le champ d'application du chapitre 1<sup>er</sup> de la partie III, chapitre qui a trait aux offres au public de valeurs mobilières non visées par le règlement (UE) 2017/1129.

Le Conseil d'État renvoie à ses observations introductives concernant la partie III.

#### Article 18

L'article 18 entoure les offres au public de valeurs mobilières, visées par le chapitre I, d'un certain nombre de formalités. La disposition reprend, dans sa substance, l'article 30 de la loi précitée du 10 juillet 2005.

L'article 18, paragraphe 1<sup>er</sup>, a essentiellement trait au prospectus allégé – cette notion remplace celle de « prospectus simplifié », utilisée dans la partie III de la loi précitée du 10 juillet 2005, pour éviter toute confusion avec le prospectus simplifié pour les émissions secondaires prévu à l'article 14 du règlement (UE) 2017/1129 – qui doit accompagner, en principe, toute offre au public de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables sur le territoire du Luxembourg. D'après le commentaire des articles, l'extension du champ de la disposition aux autres titres assimilables serait faite dans un souci d'exhaustivité et de clarté juridique. Le Conseil d'État constate que la notion de « valeurs mobilières » fait l'objet d'une définition par renvoi à l'article 1<sup>er</sup>, point 55, de la loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers. Cette définition, qui a son origine dans la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 (MiFID II) et qui a également été intégrée à la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier est, de l'avis du Conseil d'État, suffisamment précise pour cerner le champ d'application de la disposition sous revue, l'ajout de la référence à la notion de « titres assimilables » non autrement définie risquant au contraire d'introduire un élément d'incertitude. Le Conseil d'État propose d'y renoncer.



L'article 18, paragraphe 2, énumère un certain nombre d'exceptions au principe défini au paragraphe 1<sup>er</sup>. Ces exceptions épousent étroitement, en tenant compte du champ d'application du chapitre sous revue, les contours de certaines exceptions à l'application du règlement (UE) 2017/1129 et à l'obligation de publication d'un prospectus conforme à ce règlement figurant aux paragraphes 2 et 4 de l'article 1<sup>er</sup> du règlement européen précité, ce qui est cohérent, les dispositifs européen et national étant structurés dans la même logique. Compte tenu du choix opéré par les auteurs du projet de loi au niveau de la mise en œuvre du règlement européen à travers l'exemption de l'obligation de publication d'un prospectus conforme au règlement pour les offres au public de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 8 millions d'euros, une exemption parallèle est prévue à l'article 18, paragraphe 2, point 5<sup>o</sup>, du projet de loi. Le parallélisme est encore assuré par l'instauration pour certaines offres au public exemptées de la publication d'un prospectus allégé, de publier, sous différentes formes un certain nombre d'informations concernant l'offre. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Le paragraphe 3 reprend l'obligation d'aviser à l'avance la CSSF du lancement d'une offre au public de valeurs mobilières, obligation qui existe déjà à l'heure actuelle, mais qui pour des raisons de simplification administrative sera limitée aux offres au public de valeurs mobilières dont le montant total est inférieur à 8 millions d'euros.

Le paragraphe 4 prévoit la publication d'une note d'information pour les offres au public de valeurs mobilières dont le montant est supérieur ou égal à 5 millions d'euros tout en restant en dessous de 8 millions d'euros. La disposition prévoit encore, comme le fait l'article 4 du projet de loi lorsqu'il met en œuvre le régime européen, que la note d'information qui doit accompagner les offres au public visées contient des informations succinctes sur l'émetteur et les valeurs mobilières ainsi que sur les modalités et raisons de l'offre. Pour des raisons de sécurité juridique, le Conseil d'État demande de préciser dans la loi, sous peine d'opposition formelle, le contenu de la note d'information précitée.

En ce qui concerne les offres au public visées à l'article 18, paragraphe 2, point 9<sup>o</sup>, c'est-à-dire les titres autres que de capital émis par l'État luxembourgeois et les communes du pays, par un autre État membre ou par les organisations publiques internationales auxquelles adhèrent un ou plusieurs États membres, le paragraphe 5 prévoit la publication d'informations selon les modalités prévues à l'article 29, paragraphes 2 et 3. Ici encore, le Conseil d'État demande, pour des raisons de sécurité juridique et sous peine d'opposition formelle, à ce que les informations à publier soient définies avec précision dans la loi.

Le paragraphe 6 reprend un dispositif, pour compléter le dispositif national, qui figure à l'article 5, paragraphe 1<sup>er</sup>, du règlement (UE) 2017/1129 et couvre l'hypothèse d'une revente ultérieure de valeurs mobilières qui ont fait précédemment l'objet d'une offre au public de valeurs mobilières. Le texte en question ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

#### Article 19

L'article 19 prévoit le droit d'établir volontairement un prospectus allégé pour les émetteurs qui tombent dans le champ des exemptions

prévues à l'article 18, paragraphe 2. Ce prospectus devra être conforme aux dispositions du chapitre sous revue et notamment respecter la procédure d'examen et d'approbation du prospectus figurant à l'article 20.

En ce qui concerne les offres dont le montant est inférieur à 8 millions d'euros, celles-ci pourront, en vertu de la disposition sous revue, être couvertes par un prospectus allégé conformément au régime national. Le Conseil d'État constate que, parallèlement, l'article 4 du règlement (UE) 2017/1129 sera d'application. Cette disposition a trait aux prospectus volontaires et introduit le droit d'établir volontairement un prospectus conformément au règlement européen, entre autres pour les offres exemptées par le législateur national en vertu de son article 3, paragraphe 2, à savoir les offres inférieures à 8 millions d'euros. Il conviendra dès lors, dans la pratique, de préciser, lors de la formulation d'une offre au public de valeurs mobilières correspondant au cas de figure sous revue, quel est le régime applicable, à savoir celui du règlement européen donnant droit au passeport unique européen ou celui du prospectus allégé national.

Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

### Article 20

L'article 20 détaille le processus d'examen et d'approbation du prospectus allégé par la CSSF. La disposition en question correspond en substance à l'article 31 de la loi précitée du 10 juillet 2005. Sa rédaction est par ailleurs fortement inspirée de celle de l'article 20 du règlement (UE) 2017/1129.

Les dispositions des paragraphes 1<sup>er</sup>, 2 et 3 ne donnent pas lieu à des observations de principe de la part du Conseil d'État.

Au paragraphe 4, il serait souhaitable, selon le Conseil d'État, de préciser, comme le fait le règlement européen, que la CSSF devra indiquer clairement les modifications ou le complément d'informations qui sont nécessaires. En ce qui concerne l'alinéa 2 du paragraphe 4, et en dépit du fait qu'il est également prévu par le règlement européen, le Conseil d'État estime qu'il est superfluetoire, le point de départ des délais ressortant à suffisance du texte de l'alinéa 1<sup>er</sup>. Il serait par ailleurs utile que la CSSF définisse un délai de réponse lorsqu'elle demande des modifications au prospectus ou encore un complément d'information par rapport à une première demande.

Le paragraphe 5, qui est ici encore inspiré du texte du règlement européen et qui prévoit que si l'émetteur ou l'offreur ne peut ou ne veut pas apporter les modifications demandées par la CSSF, celle-ci est habilitée à refuser d'approuver le prospectus allégé et à mettre fin au processus d'examen, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Le paragraphe 6, qui a trait au champ de la responsabilité de la CSSF, n'a pas vraiment sa place dans la disposition sous revue qui a un caractère essentiellement procédural. Le texte en question devrait dès lors faire l'objet d'un article à part.

Le paragraphe 7, selon lequel l'absence de décision dans les délais prévus vaut décision implicite de refus – décision qui est susceptible d'un recours –, est inspiré de l'article 20, paragraphe 2, alinéa 2, du règlement

(UE) 2017/1129 aux termes duquel l'absence de décision dans les délais ne vaut pas approbation de la demande. Le Conseil d'État renvoie à ses observations à l'endroit de l'article 15, paragraphe 2, de la loi en projet.

### Article 21

L'article 21 précise les informations que doit contenir le prospectus allégé. Il reprend, dans ses grandes lignes, l'article 32, paragraphes 1<sup>er</sup> à 3, de la loi précitée du 10 juillet 2005. Ici encore, les auteurs du projet de loi ont choisi de rapprocher la rédaction de l'article sous revue de celle du règlement (UE) 2017/1129, et plus précisément de celle de son article 6 qui est consacré au prospectus.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation de principe à formuler. Dans le détail, la rédaction de la disposition sous revue donne cependant lieu aux observations suivantes :

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, l'ajout, par rapport à la formulation actuelle, de la précision que les informations contenues dans le prospectus allégé sont constituées par les informations nécessaires « qui sont importantes » n'ajoute guère à la substance de la disposition et peut dès lors être omis. L'alinéa 2, d'après lequel les informations visées à l'alinéa 1<sup>er</sup> peuvent varier en fonction de la nature de l'émetteur et du type de valeurs mobilières, manque de précision. Le Conseil d'État constate que l'article 32, paragraphe 2, de la loi précitée du 10 juillet 2005 permet à la CSSF de déterminer les informations détaillées à fournir, dispositif qui a été omis dans le cas présent. Le Conseil d'État attire l'attention des auteurs du projet de loi sur le fait que le domaine couvert en l'occurrence constitue une intervention dans la liberté de faire le commerce et est dès lors une matière réservée à la loi par l'article 11, paragraphe 6, de la Constitution. Il rappelle que les établissements publics, en l'occurrence la CSSF, ne disposent pas d'un pouvoir spontané pour prendre des mesures d'exécution de la loi. En vertu de l'article 108*bis* de la Constitution, leur pouvoir de prendre des règlements doit être prévu de façon expresse par la loi.

Par ailleurs, et comme il s'agit en l'occurrence d'une matière réservée à la loi, les éléments essentiels de la matière doivent être déterminés par la loi, seuls les éléments moins essentiels pouvant être relégués au règlement. Le Conseil d'État renvoie à son avis précité du 20 mars 2018 sur le projet de loi relative à des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers résidentiels<sup>9</sup>. Pour le surplus, le Conseil d'État estime que l'article sous revue contient suffisamment d'éléments substantiels permettant d'encadrer un pouvoir éventuel donné à la CSSF pour prendre un règlement déterminant les informations détaillées à fournir. Il suggère de revenir au texte de la loi précitée du 10 juillet 2005 qui charge expressément la CSSF d'exercer son pouvoir réglementaire.

D'après le paragraphe 2, le prospectus allégé contient les informations concernant l'émetteur et les valeurs mobilières devant être offertes au public. Le Conseil d'État estime que cette disposition à caractère tout à fait général aurait sa place au début de l'article. Par ailleurs, le paragraphe 1<sup>er</sup>, tel que proposé par les auteurs du projet de loi, détaille les informations que le prospectus allégé devra contenir.

---

<sup>9</sup> Doc. parl. n° 7218<sup>4</sup>.

Le paragraphe 3 ne donne pas lieu à observation.

Pour ce qui est du paragraphe 4, le Conseil d'État estime qu'il suffirait de se référer, en ce qui concerne les éventuelles parties composant un prospectus allégé, au document d'enregistrement et à la note relative aux valeurs mobilières tout court, sans les qualifier d'« allégé(e) ». Le Conseil d'État renvoie encore à ses deux observations concernant l'article 23.

### Article 22

L'article 22, qui correspond, dans sa substance, à l'article 32, paragraphe 4, de la loi précitée du 10 juillet 2005, introduit pour les titres autres que de capital, ainsi que toutes les formes de warrants sous quelque forme que ce soit, la possibilité d'émettre un prospectus de base allégé. Dans la rédaction de la disposition en question, les auteurs du projet de loi se sont inspirés du texte de l'article 8 du règlement (UE) 2017/1129.

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, le Conseil d'État estime qu'il suffirait de se référer au prospectus de base, comme le fait d'ailleurs également la législation en vigueur, sans le qualifier d'« allégé ». Cette observation vaut également pour la suite de l'article 22.

Le paragraphe 2 introduit la notion de « conditions définitives ». Le Conseil d'État propose de se référer en l'occurrence, comme dans la suite de l'article, aux « conditions définitives de l'offre ». Pour ce qui est de la deuxième phrase du paragraphe 2, et même si les auteurs du projet de loi ont suivi la structure du règlement européen, le Conseil d'État estime qu'elle aurait sa place à la fin du paragraphe 3 qui vise l'hypothèse où les conditions définitives ne sont pas incluses dans le prospectus de base. Le Conseil d'État note au passage que telle est d'ailleurs la structure du texte actuellement en vigueur.

Pour ce qui est du paragraphe 3, le Conseil d'État propose de reformuler la fin de la phrase, et cela même si la formulation choisie par les auteurs du projet de loi est reprise du règlement européen, comme suit :

« (...) et les dépose auprès de la CSSF au plus tard au moment du lancement de l'offre au public de valeurs mobilières. »

Les formulations utilisées par les auteurs du projet de loi comme « aussi rapidement que possible » et « si possible » n'ajoutent en effet rien à la substance normative du texte.

Les paragraphes 4 et 5 ne donnent pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

### Article 23

L'article 23 définit le dispositif qui régit la responsabilité pour les informations fournies dans un prospectus allégé et dans tout supplément à celui-ci. Le dispositif en question est directement inspiré de l'article 33 de la loi précitée du 10 juillet 2005.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation concernant le paragraphe 1<sup>er</sup>.

Pour ce qui est du paragraphe 2, l'hypothèse que la disposition laisse entrevoir et dans laquelle le document d'enregistrement allégé n'est pas utilisé en tant que partie constitutive d'un prospectus allégé approuvé et qui est bien sous-jacente au texte correspondant du règlement européen, fait son apparition sans avoir été introduite par un contexte plus global et cela contrairement à ce qui est le cas pour le règlement européen. Au niveau des considérants du règlement (UE) 2017/1129<sup>10</sup>, le contexte dans lequel s'insère le document d'enregistrement, qualifié d'universel, est en effet explicite. Le cas échéant, il conviendrait d'introduire des détails concernant le contenu du document d'enregistrement et l'objectif poursuivi par la production et la publication d'un tel document à l'article 21 du projet de loi où la notion de « document d'enregistrement allégé » apparaît pour la première fois par rapport au dispositif national.

#### Article 24

L'article 24 prévoit la façon de procéder lorsque le prix définitif de l'offre et le nombre définitif de valeurs mobilières mises en circulation ne peuvent pas être inclus dans le prospectus allégé. L'article en question qui reprend, dans sa substance, l'article 34, paragraphe 1<sup>er</sup>, de la loi précitée du 10 juillet 2005 avec des modifications directement inspirées de l'article 17 du règlement (UE) 2017/1129 ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

#### Article 25

L'article 25 permet tout d'abord, en son paragraphe 1<sup>er</sup>, à la CSSF de dispenser les organismes concernés d'inclure dans le prospectus allégé ou dans ses parties constitutives certaines informations qui devraient y figurer en principe. La disposition proposée correspond, dans sa substance, à l'article 34, paragraphe 2, de la loi précitée du 10 juillet 2005. Le pouvoir ainsi conféré à la CSSF, qui s'exercera par rapport à des demandes individuelles qui lui seront soumises, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Les paragraphes 2 et 3 permettent l'omission de certaines informations dans des cas de figure directement définis par la loi et sans référence à une dispense par la CSSF. Le Conseil d'État constate que seul le cas de figure du paragraphe 3, c'est-à-dire l'hypothèse où les valeurs mobilières sont garanties par l'État luxembourgeois et les communes du pays ou par un autre État membre, est univoque et ne requiert pas l'intervention de la CSSF pour juger si les conditions définies par la disposition sont remplies. Il en est autrement pour le paragraphe 2 et pour l'hypothèse y développée où les informations requises ne sont pas adaptées au domaine d'activité ou à la forme juridique de l'émetteur ou du garant éventuel ou aux valeurs mobilières sur lesquelles porte le prospectus allégé. Il devrait appartenir à la CSSF de dispenser dans ce cas les organismes concernés de produire les informations visées, de les inviter à produire des informations équivalentes ou de les dispenser de la production d'informations tout court si de telles informations n'existent pas. Par ailleurs, le texte proposé utilise à d'autres endroits encore une terminologie dont la valeur normative est très limitée. Le dispositif ne devrait ainsi s'appliquer que dans des cas exceptionnels. Ensuite, et même si les informations visées n'existent pas, le texte proposé enjoint aux organismes

---

<sup>10</sup> Considérants 39 à 45.

concernés de communiquer une information adéquate aux investisseurs, sans que les contours de ce qu'il faut entendre par là soient clairement définis. Le texte étant directement inspiré de celui du règlement européen, le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

#### Article 26

L'article 26, qui correspond, dans sa substance à l'article 35 de la loi précitée du 10 juillet 2005, définit la période de validité du prospectus allégé et du document d'enregistrement allégé. Le Conseil d'État note que le texte a été reformulé pour tenir compte de l'agencement du régime européen correspondant figurant à l'article 12 du règlement (UE) 2017/1129. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

#### Article 27

L'article 27, qui prévoit la possibilité d'inclure des informations par référence dans un prospectus allégé, correspond à l'article 36 de la loi précitée du 10 juillet 2005. Ici encore, le texte de la disposition a été adapté à la formulation du texte européen correspondant (article 19 du règlement (UE) 2017/1129) et le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

#### Article 28

L'article 28, en son paragraphe 1<sup>er</sup>, définit la façon de procéder lorsque l'émetteur, qui recourt à la procédure du prospectus allégé consistant en des documents distincts, dispose déjà d'un document d'enregistrement allégé approuvé par la CSSF. Un dispositif analogue figure à l'heure actuelle à l'article 37 de la loi précitée du 10 juillet 2005.

Le paragraphe 2 envisage l'hypothèse où, suite à l'approbation du document d'enregistrement allégé, un fait nouveau significatif ou une erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le document sont constatés. Les informations en question pourront à ce moment être actualisées par un supplément au document d'enregistrement allégé, mais également à travers la note relative aux valeurs mobilières allégée. La disposition précise encore que le droit de rétractation des acceptations prévu à l'article 30, paragraphe 2, ne s'applique pas dans ce cas. Le dispositif en question reprend celui figurant à l'article 37, paragraphe 2, de la loi précitée du 10 juillet 2005, tout en l'ajustant au libellé de la disposition correspondante du dispositif européen. Le Conseil d'État constate que ce dernier dispositif se limite cependant à l'actualisation des informations par le biais d'un supplément aux documents d'enregistrement. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Le paragraphe 3 ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

#### Article 29

L'article 29 a trait aux modalités de publication du prospectus allégé et correspond, toujours dans sa substance, à l'article 38 de la loi précitée du 10 juillet 2005, avec quelques adaptations, reprises mot à mot du régime européen prévu par le règlement (UE) 2017/1129. Le texte ne donne pas lieu à d'autre observation de la part du Conseil d'État.

### Article 30

L'article 30, qui trouve son parallèle dans l'article 39 de la loi précitée du 10 juillet 2005, prévoit, au niveau de son paragraphe 1<sup>er</sup>, l'émission d'un supplément au prospectus allégé en présence de faits nouveaux significatifs ou d'erreurs ou d'inexactitudes substantielles concernant les informations contenues dans le prospectus allégé.

Le paragraphe 2 instaure un droit de rétractation pour les investisseurs qui ont déjà accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire avant que le supplément ne soit publié.

Les deux paragraphes correspondent dans leur substance aux dispositions de l'article 39, paragraphes 1<sup>er</sup> et 2, de la loi précitée du 10 juillet 2005, tout en étant complétés et améliorés sur un certain nombre de points par des textes directement repris du règlement européen.

Les paragraphes 3 à 5 importent dans le dispositif national des dispositifs en relation avec l'établissement d'un supplément au prospectus allégé prévus au niveau du régime européen.

Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

### Article 31

L'article 31 définit les conditions qu'une communication à caractère promotionnel se rapportant à une offre au public de valeurs mobilières doit respecter. Il correspond, dans sa substance, à l'article 40 de la loi précitée du 10 juillet 2005. En l'occurrence, la rédaction de la disposition sous revue a encore été rapprochée de celle de la disposition correspondante du régime européen.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation de principe. En ce qui concerne le paragraphe 6, paragraphe qui n'a pas son pendant dans le texte européen et qui permet à la CSSF de vérifier que les activités promotionnelles concernant l'offre au public sur le territoire du Luxembourg sont conformes aux paragraphes 2 à 4 de l'article 31 en projet, le Conseil d'État estime qu'il peut être supprimé au vu des pouvoirs qui sont conférés par l'article 35, alinéa 2, point 5<sup>o</sup>, du projet de loi à la CSSF. Cette dernière disposition permet en effet à la CSSF d'interdire ou de suspendre les communications à caractère promotionnel, pouvoir qui sous-entend celui de vérifier que les activités correspondantes sont conformes aux dispositions de la loi.

### Article 32

L'article 32, qui constitue la reproduction textuelle de l'article 41 de la loi précitée du 10 juillet 2005, définit le régime linguistique du prospectus allégé. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

### Article 33

L'article 33, qui a trait à l'offre au public de valeurs mobilières effectuées à l'aide d'un prospectus allégé établi conformément à la législation d'un pays tiers et qui correspond, ici encore dans sa substance, à

l'article 42 de la loi précitée du 10 juillet 2005, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

#### Article 34

L'article 34 désigne, en son paragraphe 1<sup>er</sup>, la CSSF comme autorité compétente aux fins de l'application du régime défini par le chapitre 1<sup>er</sup> de la partie III du projet de loi. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Le paragraphe 2 permet à la CSSF de déléguer à des tiers les tâches relatives à la publication électronique des prospectus allégés approuvés et des documents connexes. Le Conseil d'État suggère d'intégrer cette possibilité à l'article 29, paragraphe 6, qui constitue la base de la publication par la CSSF des prospectus allégés.

#### Article 35

L'article 35 définit les pouvoirs de surveillance et d'enquête que la CSSF aura à sa disposition pour exercer ses missions en relation avec le chapitre 1<sup>er</sup> de la partie III du projet de loi. Il s'agit des pouvoirs qui figurent d'ores et déjà à l'article 43, paragraphe 2, de la loi précitée du 10 juillet 2005. La liste des pouvoirs est toutefois complétée pour la faire concorder avec celle figurant à l'article 7 du projet de loi. Dans la même perspective, la terminologie utilisée a été rapprochée de celle du règlement (UE) 2017/1129. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 7 du projet de loi. Il réitère en l'occurrence l'opposition formelle à l'endroit de l'article 7 et demande aux auteurs du projet de loi de se référer non pas à « tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête », mais simplement aux « pouvoirs de surveillance et d'enquête » et d'écrire au paragraphe 2 que « Les pouvoirs de la CSSF sont les suivants : », le texte proposé par les auteurs du projet de loi suggérant en effet qu'en dehors des pouvoirs qui sont énumérés par la suite, la CSSF pourrait recourir encore à d'autres pouvoirs non définis dans le projet de loi sous revue.

#### Article 36

L'article 36 reprend les dispositions en matière de coopération de la CSSF avec les autorités compétentes des autres États membres et les autorités de contrôle de pays tiers figurant actuellement à l'article 44, paragraphes 1 à 3, de la loi précitée du 10 juillet 2005. Le dispositif proposé correspond, dans sa logique et dans sa substance, aux dispositifs de coopération qu'on peut trouver dans d'autres lois comme la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ou encore la loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers et cela même s'il est moins développé que dans les lois précitées. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

#### Article 37

L'article 37 comprend les sanctions administratives que la CSSF peut prononcer en l'occurrence, ces sanctions administratives se limitant au pouvoir de prononcer une amende d'ordre.

Dans sa substance, l'article 37 correspond aux dispositions en matière de sanctions administratives de la loi précitée du 10 juillet 2005.



Les auteurs du projet de loi expliquent qu'ils n'ont pas défini, contrairement à la législation en vigueur, le cercle des personnes visées par les sanctions, la disposition étant ainsi censée s'aligner sur le régime des sanctions du dispositif européen. *A priori*, le cercle des personnes qui peuvent s'exposer aux sanctions peut être déduit des comportements qui sont sanctionnables et qui sont ensuite détaillés au paragraphe 1<sup>er</sup>. Le Conseil d'État constate toutefois que d'après le paragraphe 1<sup>er</sup>, point 3<sup>o</sup>, la CSSF pourra sanctionner tous ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête. L'indétermination du champ de ceux qui peuvent être sanctionnés au titre de cette disposition, champ qui risque dès lors de dépasser le cercle des personnes qui relèvent normalement des compétences de la CSSF, amène le Conseil d'État à s'opposer formellement, pour violation du principe de spécialité sous-tendant l'article 108*bis* de la Constitution, à la disposition sous revue et à demander aux auteurs du projet de loi de s'en tenir à la technique utilisée par les auteurs de la loi actuellement en vigueur et de définir avec précision le cercle des personnes visées par les sanctions. Le montant des amendes d'ordre pouvant être prononcées est ensuite doublé de façon à coïncider avec les taux qu'on retrouve dans d'autres législations couvrant le secteur financier. Au point 4<sup>o</sup>, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi ont ici encore ajouté la précision que les informations inexacts ou incomplètes fournies par les personnes concernées doivent l'être « sciemment » pour pouvoir faire l'objet de sanctions. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 12, paragraphe 3, du projet de loi. Il estime que la fourniture d'informations inexacts ou incomplètes par simple négligence devrait également pouvoir être sanctionnée par une amende d'ordre, tel que c'est le cas dans la législation en vigueur. Enfin, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi ont ajouté, sous le point 5<sup>o</sup>, une disposition à caractère général permettant de sanctionner ceux « qui ne se conforment pas aux exigences basées sur l'article 35 ». Cet ajout pourrait être avantageusement combiné au texte du point 2<sup>o</sup>. Il y aurait lieu d'écrire :

« qui ne donnent pas suite aux exigences et aux injonctions formulées par la CSSF sur base de l'article 35 ; »

Les paragraphes 2 et 3 ne donnent pas lieu à des observations de principe de la part du Conseil d'État. Ils correspondent en effet à des dispositifs qu'on retrouve à d'autres endroits de la législation sur le secteur financier.

Au paragraphe 2, le Conseil d'État propose toutefois d'écrire que :

« La CSSF maintient toute décision publiée conformément au présent article sur son site internet (...). »

### Article 38

L'article 38 reprend les dispositions correspondantes en matière de sanctions pénales de la loi précitée du 10 juillet 2005, tout en alignant le montant des sanctions pénales sur celui des sanctions administratives de l'article 37. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 13 du projet de loi.

### Article 39

L'article 39 prévoit les modalités du recours ouvert contre les décisions prises par la CSSF sur base du chapitre 1<sup>er</sup> de la partie III du projet

de loi. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 15 du projet de loi.

## Chapitre 2 : Des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé

Le chapitre 2, qui couvre les admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé non visées par le règlement (UE) 2017/1129, est structuré de la même façon que le chapitre 1<sup>er</sup> consacré aux offres au public de valeurs mobilières. Les formulations utilisées pour la rédaction des articles 40 à 55 sont par ailleurs fortement inspirées des articles 17 à 33 du projet de loi et reprennent, pour une grande partie et dans leur substance, le texte des dispositions afférentes de la loi précitée du 10 juillet 2005. Le Conseil d'État se limitera dès lors à ne commenter les dispositions des articles 40 à 55 que dans la mesure où elles s'écartent des formulations des dispositions correspondantes du chapitre 1<sup>er</sup> et à renvoyer pour le surplus, à ses observations concernant ces dernières dispositions. Il s'attardera ensuite sur les dispositions des articles 56 à 60 consacrées au dispositif de surveillance de la réglementation mise en place qui, tout en s'apparentant à celui actuellement en vigueur, diffère notablement de celui applicable au chapitre 1<sup>er</sup>.

### Article 40

L'article 40 définit le champ d'application du chapitre 2 de la partie III du projet de loi. La disposition ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

### Article 41

Le paragraphe 1<sup>er</sup> définit comme principe que toute admission à la négociation de valeurs mobilières non visées par le règlement (UE) 2017/1129 et d'autres valeurs assimilables sur un marché réglementé doit être accompagnée de la publication d'un prospectus allégé. La disposition reprend, dans sa substance, l'article 46 de la loi précitée du 10 juillet 2005.

Le paragraphe 2 énumère un certain nombre d'exceptions au principe défini au paragraphe 1<sup>er</sup>.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

### Article 42

Cette disposition, qui a trait à l'établissement d'un prospectus allégé volontaire, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

### Article 43

L'article 43 définit la procédure d'examen et d'approbation du prospectus allégé, procédure qui correspond à celle de l'article 20 applicable en matière d'offres au public de valeurs mobilières, à ce détail près que ce n'est pas la CSSF, mais l'opérateur de marché concerné qui examine et approuve le prospectus allégé. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 20.

#### Article 44

L'article 44 qui définit les règles d'établissement du prospectus allégé est rédigé sur le modèle de l'article 21 applicable en matière d'offres au public de valeurs mobilières.

Le Conseil d'État note qu'en ce qui concerne les informations que doit contenir le prospectus allégé, le paragraphe 2 prévoit que l'opérateur du marché en détermine le détail dans ses règles de fonctionnement. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation sur ce point.

Pour le surplus, le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 21 du projet de loi.

#### Article 45

L'article 45 concernant le prospectus de base allégé n'appelle pas d'autre observation que celles formulées à l'endroit de l'article 22 du projet de loi.

#### Article 46

Pour ce qui est de l'article 46, qui a trait à la responsabilité concernant le prospectus allégé, le Conseil d'État renvoie à ses observations formulées au sujet de l'article 23 du projet de loi.

#### Article 47

L'article 47 permet l'omission d'informations qui devraient en principe figurer dans le prospectus allégé ou ses parties constitutives, et cela dans des cas de figure qui sont laissés à l'appréciation de l'opérateur de marché, ainsi que dans d'autres cas qui sont directement définis par la loi. Le fait qu'en l'occurrence l'opérateur de marché soit amené à exercer un pouvoir d'appréciation concernant des demandes individuelles, comme la CSSF le fait par rapport à des offres au public de valeurs mobilières, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État qui renvoie, ici encore, à ses observations concernant l'article 25 du projet de loi.

#### Articles 48, 49, 50 et 51

Les articles 48 (validité du prospectus allégé et du document d'enregistrement allégé), 49 (incorporation d'informations par référence), 50 (prospectus allégé consistant en des documents distincts) et 51 (publication du prospectus allégé) reprennent, dans leur substance, les formulations des articles 26, 27, 28 et 29 du projet de loi qui traitent des offres au public de valeurs mobilières, tout en prenant en compte des différences au niveau du contexte dans lequel se déroulent les deux types d'opérations. Les dispositions en question prévoient encore l'intervention, par rapport à des demandes individuelles, des opérateurs de marchés concernés, là où la CSSF est appelée à intervenir pour les offres au public de valeurs mobilières.

Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

## Article 52

L'article 52 détermine la façon de procéder en présence de faits nouveaux significatifs ou d'erreurs ou d'inexactitudes substantielles concernant les informations contenues dans un prospectus allégé. La disposition ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État. Elle correspond au dispositif proposé à l'article 30 pour les offres au public de valeurs mobilières, tout en ne reprenant bien évidemment pas les passages relatifs au droit de rétractation de l'investisseur.

## Article 53

L'article 53 traite des communications à caractère promotionnel. Il épouse les contours des dispositions de l'article 31 applicable aux communications à caractère promotionnel en matière d'offres au public de valeurs mobilières, sans reprendre le dispositif de l'article 31, paragraphe 5, qui permet de garantir l'égalité de tous les investisseurs en matière d'accès à l'information face à une offre au public de valeurs mobilières, ni celui de l'article 31, paragraphe 6, qui confère des pouvoirs précis à la CSSF pour vérifier que les activités promotionnelles concernant l'offre au public de valeurs mobilières sur le territoire du Luxembourg sont conformes à la législation.

Le Conseil d'État approuve cette façon de procéder et ne formule pas d'autre observation.

## Article 54

L'article 54 relatif au régime linguistique ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

## Article 55

L'article 55 qui couvre l'admission à la négociation sur un marché réglementé effectuée à l'aide d'un prospectus allégé établi conformément à la législation d'un pays tiers confère à l'opérateur de marché concerné le pouvoir de juger si le prospectus allégé en question a été élaboré selon des normes qu'il considère comme acceptables.

Bien que la disposition suggère que l'opérateur de marché concerné soit amené en l'occurrence à prendre des décisions concernant l'admission à la négociation de valeurs mobilières bien déterminées et dès lors des décisions à caractère individuel, et non pas à exercer un pouvoir de nature réglementaire, le Conseil d'État demande, sous peine d'opposition formelle en raison de l'indétermination des concepts utilisés qui est source d'insécurité juridique, de se référer non pas à « des normes considérées comme acceptables par l'opérateur de marché », mais à « des exigences en matière d'information équivalentes à la présente loi ». Les auteurs du projet de loi se rapprocheraient ainsi du texte de l'article 29, paragraphe 1<sup>er</sup>, du règlement (UE) 2017/1129 dont ils disent s'être inspirés.

## Articles 56 à 60

Les articles 56 à 60 mettent en place un dispositif bicéphale, prévoyant des interventions des opérateurs de marché et de la CSSF, à travers un ensemble de prérogatives et de pouvoirs permettant de veiller à ce

que les dispositions de la loi en projet soient observées, ainsi qu'un arsenal de sanctions administratives et, finalement, un droit de recours contre les décisions prises par la CSSF ou les opérateurs de marché concernés.

Le Conseil d'État note tout d'abord l'adaptation de la terminologie utilisée pour la rapprocher de celle du règlement européen.

La terminologie évolue cependant encore sur un autre point, les auteurs du projet de loi opérant un changement de perspective en ce qui concerne le statut et le rôle des opérateurs de marché, et cela même si la répartition des rôles entre opérateurs de marché et la CSSF, telle qu'elle fonctionne sous l'empire de la loi actuelle, est, globalement parlant du moins, respectée, les opérateurs de marché se voyant confier la surveillance du marché, tandis que la CSSF est chargée de la coopération avec les autorités compétentes des autres États membres et les autorités de surveillance de pays tiers et du pouvoir de prononcer des sanctions administratives.

L'article 56 institue en effet comme entité compétente l'opérateur de marché et lui attribue ensuite, à l'article 57 du projet de loi, les pouvoirs qui, en ce qui concerne les offres au public de valeurs mobilières, sont réservés à la CSSF, le rôle de cette dernière étant cantonné à la coopération avec les autorités compétentes des autres États membres et les autorités de surveillance de pays tiers (article 58 du projet de loi) ainsi qu'au prononcé de sanctions administratives (article 59 du projet de loi). Si cette façon de procéder s'apparente à celle poursuivie à l'époque par les auteurs de la loi précitée du 10 juillet 2005, un changement d'optique s'opère toutefois en l'occurrence. Ainsi, les opérateurs de marché sont institués, à l'article 56, en entités compétentes aux fins de l'application de la loi, là où l'article 59, paragraphe 1<sup>er</sup>, de la loi précitée du 10 juillet 2005 précise que les opérateurs de marché s'acquittent des obligations que la loi prévoit dans leur chef et veillent à l'application des dispositions adoptées en rapport avec celles-ci. Si l'article 59, paragraphe 2, de la loi de 2005 confère aux opérateurs de marché « les prérogatives nécessaires pour remplir les fonctions prévues (...) », le texte, tel qu'il est désormais proposé à l'article 57 du projet de loi, attribue aux opérateurs de marché « tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de (leurs) missions ». Le Conseil d'État note ici encore le rapprochement de la terminologie utilisée avec celle des articles 6, 7, 34 et 35 du projet de loi qui fondent les pouvoirs de la CSSF et l'indétermination des termes utilisés comme tel est le cas au niveau des articles 7 et 35. Il renvoie à ses observations concernant ces articles définissant les pouvoirs de la CSSF et à son opposition formelle à l'endroit des dispositions en question, opposition formelle qu'il réitère à l'endroit du dispositif proposé en l'occurrence.

Le Conseil d'État insiste ensuite, sous peine d'opposition formelle, à ce que le pouvoir d'enquêter soit réservé à la CSSF, et cela sur la base des informations qui lui auront été fournies par l'opérateur de marché qui, en vertu de l'article 58, paragraphe 3, du projet de loi est tenu d'avertir sans délai la CSSF s'il a des raisons de soupçonner qu'un émetteur ou une personne qui sollicite l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé a manqué à ses obligations au titre de la loi à venir, comme cela est déjà le cas à l'heure actuelle en vertu de l'article 60, paragraphe 3, de la loi précitée du 10 juillet 2005. De l'avis du Conseil d'État, il est en effet inadmissible de conférer de tels pouvoirs, par ailleurs non définis, à une personne de droit privé, en l'occurrence les opérateurs de

marché. Une approche consistant à confier de tels pouvoirs à une entité autre que l'État, une commune ou encore un organe professionnel n'est en effet concevable que dans le contexte et sur la base de l'article 108*bis* de la Constitution qui permet d'attribuer à un établissement public des missions et des pouvoirs de régulation sectorielle, définis de façon précise, pour faciliter la mise en œuvre de normes établies par la loi et, le cas échéant, le règlement grand-ducal.

Pour ce qui est du dispositif de sanction, les auteurs du projet de loi ont choisi de maintenir, du moins en ce qui concerne le principe, une stricte séparation entre les interventions de l'opérateur de marché et de la CSSF, cette dernière étant, comme à l'heure actuelle, seule autorisée à prononcer des sanctions administratives qui prendront la forme d'une amende d'ordre de 250 à 250 000 euros. Ici encore, la formulation du dispositif change toutefois. Là où la loi précitée du 10 juillet 2005 ancre le pouvoir de la CSSF de prononcer des sanctions pécuniaires directement dans les dispositions qui fondent ses pouvoirs de surveillance et d'enquête (article 60, paragraphe 3, de la loi précitée du 10 juillet 2005 qui fait référence à ses articles 22, 25 et 27), la loi en projet, en son article 59, fonde le dispositif de sanction proposé tantôt dans les pouvoirs propres de la CSSF, tantôt dans l'article 57 du projet de loi qui forme le soubassement des pouvoirs de l'opérateur de marché. L'approche ainsi choisie donne lieu aux observations ci-après de la part du Conseil d'État :

L'article 57, alinéa 2, point 6°, du projet de loi permettra à l'opérateur de marché de refuser l'approbation de tout prospectus allégé pour une durée maximale de cinq ans à tout émetteur, toute personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou à tout garant qui aura « gravement et à maintes reprises enfreint » les règles du chapitre sous revue. Le Conseil d'État renvoie tout d'abord à ses observations formulées à l'endroit des articles 7, paragraphe 2, point 11°, et 35, alinéa 2, point 9°, visant la formulation excessivement vague de ces dispositions. S'ajoute en l'occurrence le constat que ce qui est présenté comme un pouvoir constitue en fait une sanction administrative qui pourra être prononcée, non pas par la CSSF, mais par l'opérateur de marché. Le Conseil d'État constate que, par rapport aux pouvoirs énumérés sous les numéros 1° à 5°, le pouvoir prévu s'exerce non pas par rapport aux conditions requises pour une opération donnée, mais porte sur le droit de procéder à de telles opérations pour l'avenir, la personne concernée pouvant être écartée *de facto* jusqu'à cinq ans de l'admission à la négociation sur un marché réglementé. Le Conseil d'État exige dès lors, sous peine d'opposition formelle et sur base du même raisonnement que celui qu'il vient de tenir par rapport aux pouvoirs d'enquête qu'il est prévu de confier aux opérateurs de marché, que les auteurs du projet de loi réservent le pouvoir de prononcer des sanctions exclusivement à la CSSF, et cela sur base des signalements qui auront été faits par les opérateurs de marché et l'enquête subséquente diligentée par la CSSF.

À l'article 58, paragraphe 4, du projet de loi, le Conseil d'État demande d'écrire « ne constitue pas une violation du secret professionnel, ni d'une quelconque restriction à la divulgation d'informations », la formulation proposée par les auteurs du projet de loi, bien que reprise de la législation actuellement en vigueur, ne faisant pas de sens.

Le Conseil d'État constate encore que les auteurs du projet de loi n'ont manifestement pas eu l'intention d'écarter la possibilité pour la CSSF

et les opérateurs de marché d'exercer des pouvoirs en parallèle par rapport à des comportements que la future loi entend sanctionner. Tel est d'ailleurs le cas déjà à l'heure actuelle. Ainsi, et même si le cas de figure n'est envisagé que de façon indirecte à l'article 59, paragraphe 1<sup>er</sup>, point 2<sup>o</sup>, du projet de loi à travers l'arsenal des sanctions administratives là où la législation en vigueur le développe directement, la CSSF disposera d'un pouvoir d'injonction en vue de mettre un terme à toute pratique contraire au chapitre sous revue. Ce pouvoir s'exercera parallèlement aux pouvoirs de l'opérateur de marché figurant à l'article 57. Ensuite, et d'après l'article 59, paragraphe 1<sup>er</sup>, point 3<sup>o</sup>, du projet de loi, ceux « qui font obstacle à l'exercice des pouvoirs de surveillance et d'enquête », peuvent être sanctionnés moyennant une amende d'ordre. Le Conseil d'État constate que le texte ne précise pas quels sont les pouvoirs qui sont visés en l'occurrence. Le Conseil d'État présume, d'après la configuration du texte, que les auteurs du projet de loi ont voulu intégrer dans le dispositif tant les pouvoirs de l'opérateur de marché que ceux de la CSSF, même si ces derniers ne sont pas expressément couverts par le chapitre sous revue, l'article 56 du projet de loi prévoyant au contraire que c'est l'opérateur de marché qui est l'entité compétente aux fins de l'application des dispositions du chapitre sous revue. De l'avis du Conseil d'État, l'exercice de pouvoirs comparables par des autorités respectivement entités différentes est à éviter.

Ensuite, et conformément aux termes de l'article 59, paragraphe 2, du projet de loi, la CSSF ou l'opérateur de marché seront autorisés à rendre publiques les mesures ou sanctions prises pour non-respect des dispositions adoptées en vertu du chapitre sous revue. Ici encore, des approches contraires ne sont pas exclues.

En conclusion aux développements qui précèdent, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi et cela indépendamment des oppositions formelles qu'il vient de formuler, de mettre en place un dispositif évitant les pouvoirs concurrents et distinguant nettement entre les pouvoirs de surveillance des opérateurs de marché, les pouvoirs d'enquête de la CSSF et le dispositif des sanctions administratives qui devrait être du seul ressort de la CSSF.

À l'article 59, paragraphe 1<sup>er</sup>, point 4<sup>o</sup>, le Conseil d'État suggère encore d'omettre la précision que les informations inexactes ou incomplètes fournies par les personnes concernées doivent l'être « sciemment ». La fourniture d'informations inexactes ou incomplètes par simple négligence devrait également pouvoir être sanctionnée par une amende d'ordre, tel que c'est le cas dans la législation en vigueur. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant les articles 12 et 37.

L'article 60 enfin prévoit un droit de recours bicéphale, le premier devant le tribunal administratif contre les décisions prises par la CSSF, et le deuxième dirigé contre les décisions prises par l'opérateur de marché devant les juridictions de droit commun, c'est-à-dire les juridictions de l'ordre judiciaire. Concernant le recours pouvant être introduit contre les décisions prises par l'opérateur de marché, le Conseil d'État rappelle que la compétence des juridictions ne se détermine pas en fonction des sujets de droit, mais, conformément aux articles 84, 85 et 95*bis* de la Constitution, en fonction de l'objet du litige. Il s'agit dès lors de qualifier l'acte qui est posé par l'entité concernée. Le fait qu'en l'occurrence la décision soit prise par un organisme de droit privé n'exclut pas la compétence des juridictions administratives. D'après le Conseil d'État, les décisions prises par les

opérateurs remplissent les conditions définies par la jurisprudence pour pouvoir les qualifier d'administratives. Pour que cela puisse être le cas, l'entité concernée doit participer à l'exercice de la puissance publique ou gérer un service public<sup>11</sup>. En l'occurrence, l'opérateur exerce des prérogatives de droit public calquées sur celles dont bénéficie la CSSF, la loi l'investissant de pouvoirs exorbitants du droit commun et l'autorisant à prendre des décisions applicables aux acteurs du marché. Par ailleurs, l'opérateur exerce une mission d'intérêt général en vue de la protection des investisseurs. En toute logique, les décisions en question devraient dès lors pouvoir faire l'objet d'un recours devant les juridictions administratives. Une telle solution aurait par ailleurs l'avantage d'assurer la cohérence de la jurisprudence dans un domaine où la CSSF et les opérateurs de marché exerceront, si le texte est maintenu en l'état, des compétences concurrentes. Si les auteurs du projet de loi décidaient de maintenir leur approche, le Conseil d'État voudrait toutefois attirer leur attention sur la nécessité de définir avec précision les juridictions visées au paragraphe 2 de la disposition. Le simple renvoi aux «juridictions de droit commun au Luxembourg» n'a en effet aucune valeur normative, l'expression utilisée visant toutes les juridictions qui ne sont pas des juridictions spécialisées ayant des compétences d'attribution.

#### Partie IV – Des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par l'AEMF

##### Article 61

L'article 61 définit le champ d'application ainsi que le dispositif applicable aux admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par l'AEMF.

#### Partie V – Dispositions finales

##### Article 62

L'article 62 abroge la loi précitée du 10 juillet 2005 avec effet au 21 juillet 2019, date d'application de principe du règlement (UE) 2017/1129. Pour certaines dispositions de la loi en question, la date d'abrogation est cependant avancée pour rester en phase avec l'article 49, paragraphe 2, du règlement précité, article qui a trait aux dates d'application des différents dispositifs prévus par le texte européen. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation quant au fond.

##### Article 63

L'article 63 instaure une période de transition pour les prospectus ou prospectus simplifiés approuvés conformément à la loi précitée du 10 juillet 2005. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

---

<sup>11</sup> Trib. adm., jugement du 7 octobre 2015, n° 34718.



## Article 64

L'article 64, qui règle la mise en vigueur de la future loi, ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État quant au fond.

## Article 65

L'intitulé de citation proposé à l'article 65 ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État quant au fond.

## **Observations d'ordre légistique**

### Observations générales

Le Conseil d'État signale que le groupement usuel d'articles se fait en chapitres, lesquels peuvent être divisés en sections. Lorsque pour le groupement des articles il est recouru exclusivement à des chapitres, ceux-ci tout comme, le cas échéant, les sections et les sous-sections afférentes sont numérotés en chiffres arabes. Par ailleurs, l'indication du numéro de chapitre est à faire suivre d'un tiret et non d'un deux-points, pour écrire par exemple « Chapitre 2 – [...] ».

En outre, il est recommandé de ne pas employer la forme latine « de + ablatif » dans les intitulés (par exemple : « Des offres au public de valeurs mobilières ») ; celle-ci est en effet désuète en français moderne.

Au vu des considérations qui précèdent, le Conseil d'État propose de structurer le projet de loi sous examen comme suit :

**« Chapitre 1<sup>er</sup> – Dispositions générales**

**Chapitre 2 – Dispositions mettant en œuvre le règlement (UE) 2017/1129**

**Chapitre 3 – Offres au public et admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières non visées par le règlement (UE) 2017/1129**

Section 1<sup>re</sup> – Offres au public de valeurs mobilières

Section 2 – Admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé

**Chapitre 4 – Admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par l'AEMF**

**Chapitre 5 – Dispositions finales ».**

Les renvois aux différents groupements d'articles sont à adapter en conséquence.

Il y a lieu de se référer au « Grand-Duché de Luxembourg » tout au long du dispositif. Par ailleurs, il est indiqué d'écrire le terme « procureur » avec une lettre initiale minuscule, étant donné qu'est visée la fonction et non pas le titulaire qui l'exerce au moment de l'adoption de la loi en projet.

L'emploi du conditionnel est à éviter du fait qu'il peut prêter à équivoque. Les textes normatifs sont rédigés au présent.

## Intitulé

Pour caractériser l'énumération des actes à l'intitulé, il est fait recours à des numéros suivis d'un exposant « ° » (1°, 2°, 3°...).

L'abrogation d'un acte dans son intégralité n'est pas mentionnée dans l'intitulé de l'acte qui le remplace pour ne pas allonger inutilement celui-ci.

Au vu des développements qui précèdent, il convient de reformuler l'intitulé du projet de loi sous examen comme suit :

« Projet de loi :

1° relative aux prospectus pour valeurs mobilières ;

2° portant mise en œuvre du règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 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 sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE ».

## Article 4

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, point 1°, il convient de supprimer le terme « et » après le point-virgule.

## Article 7

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, le Conseil d'État recommande d'écrire :

« [...] définies par le règlement (UE) 2017/1129 [...] ».

Au paragraphe 2, point 7°, il y a lieu de mentionner les termes à l'origine des sigles « MTF » et « OTF », en écrivant « [...] des systèmes multilatéraux de négociation, ci-après « MTF », ou des systèmes organisés de négociation, ci-après « OTF », concernés [...] ».

Au paragraphe 2, point 10°, il convient de citer l'intitulé du règlement européen en question tel que publié au Journal officiel de l'Union européenne, en écrivant :

« règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 ».

Au paragraphe 2, point 11°, le point final est à remplacer par un point-virgule.

## Article 8

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, il y a lieu d'ajouter un exposant « ° » au renvoi au « point 14° ».

Les institutions, administrations, services, organismes etc., prennent une lettre majuscule au premier substantif et une lettre minuscule aux substantifs qui suivent. Lorsque les termes génériques sont visés, tous les substantifs s'écrivent en lettres minuscules. Aussi, dans le dispositif des actes normatifs, les qualificatifs des fonctions gouvernementales et d'autres charges publiques prennent la minuscule. Partant, il y a lieu d'écrire au paragraphe 2 « Service de police judiciaire ». Cette observation vaut également pour l'article 9, paragraphes 2 et 3.

## Article 12

En ce qui concerne le paragraphe 1<sup>er</sup>, point 1<sup>o</sup>, le Conseil d'État signale que lorsqu'on se réfère au premier paragraphe, les lettres « er » sont à insérer en exposant derrière le numéro pour écrire « paragraphe 1<sup>er</sup> ».

Au paragraphe 2, point 4<sup>o</sup>, il convient d'écrire « pour cent » en toutes lettres.

## Article 14

Au paragraphe 4, alinéa 1<sup>er</sup>, les termes « veille à ce que » sont à faire suivre du subjonctif, de sorte que les termes « est conservée » sont à remplacer par les termes « soit conservée ».

## Article 15

L'article sous examen prévoit un recours en réformation contre les décisions prises par la CSSF. Le Conseil d'État signale que pour l'institution d'un recours en réformation, il est indiqué d'employer, dans un souci d'harmonisation, une des formules suivantes :

« Les décisions prises par la CSSF en vertu du règlement (UE) 2017/1129, de la présente partie ou des mesures prises pour leur exécution sont dûment motivées et sont susceptibles d'un recours en réformation devant le tribunal administratif. »

ou

« Contre les décisions dûment motivées prises par la CSSF en vertu du règlement (UE) 2017/1129, de la présente partie ou des mesures prises pour leur exécution, un recours en réformation est ouvert devant le tribunal administratif. ».

Cette observation vaut également pour les articles 39 et 60, paragraphe 1<sup>er</sup>, de la loi en projet sous avis.

## Articles 16 et 17 (16 selon le Conseil d'État)

Le Conseil d'État signale que l'article 16 est à intégrer en tant que paragraphe 1<sup>er</sup> dans l'article 17, étant donné qu'un article ne peut être inséré entre deux groupements d'articles, tels que chapitre et section. Une fois ce premier intégré, il convient de renuméroter les paragraphes 1<sup>er</sup> à 3 actuels de l'article 17 (16 selon le Conseil d'État) ainsi que les articles suivants du dispositif.

À l'article 17, paragraphe 3, point 1<sup>o</sup> (16, paragraphe 4, point 1<sup>o</sup>, selon le Conseil d'État), le point final est à remplacer par un point-virgule.

## Article 18 (17 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 2, point 2<sup>o</sup>, il y a lieu d'écrire le nombre « 150 » en toutes lettres comme suit :

« cent cinquante personnes physiques ».

Au paragraphe 2, points 6<sup>o</sup> et 7<sup>o</sup>, il convient d'insérer les lettres « er » en exposant derrière le numéro d'article pour lire « article 1<sup>er</sup> ».

Le Conseil d'État propose encore de remplacer au paragraphe 2, point 9°, la conjonction « et », placée entre les termes « l'État luxembourgeois » et « les communes du pays », par la conjonction « ou ». Par ailleurs, les termes « du pays » sont à remplacer par les termes « du Grand-Duché de Luxembourg ». Ces observations valent également pour l'article 25, paragraphe 3.

Article 30 (29 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 2, alinéa 2, point 1°, il y a lieu de supprimer le terme « et » après le point-virgule.

Article 31 (30 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 2, première phrase, les termes « ou pourront » peuvent être supprimés.

Article 35 (34 selon le Conseil d'État)

À l'alinéa 2, point 8°, il convient de citer l'intitulé du règlement européen en question tel que publié au Journal officiel de l'Union européenne, en écrivant :

« règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 ».

Article 36 (35 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 3, alinéa 2, point 3°, il y a lieu de supprimer le terme « et » après le point-virgule.

Article 40 (39 selon le Conseil d'État)

Le Conseil d'État propose de reformuler le paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 2 comme suit :

« Les admissions à la négociation de parts émises par les organismes de placement collectif de droit luxembourgeois autres que ceux du type fermé, de celles émises par les organismes de placement collectif en valeurs mobilières communautaires harmonisés établis dans un autre État membre et commercialisés au Grand-Duché de Luxembourg et de celles émises par les autres organismes de placement collectif étrangers autres que ceux du type fermé et offertes au public au Grand-Duché de Luxembourg relèvent des seules dispositions prévues par la réglementation luxembourgeoise en matière d'organismes de placement collectif. »

Au paragraphe 2, il y a lieu de terminer le point 1° par un point-virgule.

Article 41 (40 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 2, point 1°, il convient d'écrire « pour cent » en toutes lettres.

Par ailleurs, il y a lieu d'écrire « des valeurs mobilières suivantes ».

#### Article 44 (43 selon le Conseil d'État)

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 1<sup>er</sup>, point 1<sup>o</sup>, il y a lieu de supprimer le terme « et » après le point-virgule.

Au paragraphe 1<sup>er</sup>, alinéa 2, il y a lieu de supprimer la préposition « de » avant les termes « de valeurs mobilières ».

Au paragraphe 2, il convient de remplacer la préposition « du » par la préposition « de », pour écrire « l'opérateur de marché ».

#### Article 60 (59 selon le Conseil d'État)

D'un point de vue formel, le recours en réformation peut être rattaché directement à la décision visée ou figurer dans un article à part. Dans ce dernier cas, il est indispensable de formuler le libellé de l'article en question de manière à faire clairement ressortir contre quelles décisions un tel recours est ouvert, de préférence moyennant un renvoi à l'article faisant état de la décision visée.

Dans un souci d'harmonisation, il est indiqué d'employer une des formules suivantes : « Les décisions (mesures) prévues au paragraphe (à l'article) ... sont susceptibles d'un recours en réformation devant le tribunal administratif » ou « Contre les décisions (mesures) prises (par (nom de l'autorité compétente)) en vertu du paragraphe (article) ..., un recours en réformation est ouvert devant le tribunal administratif », en écartant des formules telles que : « Les décisions ... sont susceptibles d'un recours devant le tribunal administratif qui statue comme juge du fond » ou « Contre les décisions ... un recours est ouvert devant le tribunal administratif qui statue comme juge du fond ».

#### Article 62 (61 selon le Conseil d'État)

Il convient de laisser une espace entre la forme abrégée « **Art.** » et le numéro de l'article.

Le Conseil d'État signale que les dispositions d'une loi sont abrogées de plein droit au moment de l'entrée en vigueur des dispositions d'une nouvelle loi visant à remplacer les dispositions de la loi actuellement en vigueur et non pas à la date de leur publication qui diffère de celle de l'entrée en vigueur.

Il est superflu de préciser qu'un texte est abrogé à la date d'entrée en vigueur de la présente loi, puisque l'entrée en vigueur du nouvel acte donne de plein droit effet aux dispositions abrogatoires figurant dans son dispositif.

Partant, il convient de libeller l'article comme suit :

##### **« Art. 61. Disposition abrogatoire**

La loi modifiée du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières est abrogée. »

#### Article 64

Le Conseil d'État ne voit pas l'utilité de déroger aux règles de droit commun en matière de publication et d'entrée en vigueur prévues à l'article 4 de la loi 23 décembre 2016 concernant le Journal officiel du Grand-Duché

de Luxembourg, d'autant plus que la formule employée par les auteurs peut conduire à une réduction du délai de quatre jours usuellement appliqué dans l'hypothèse où la publication a lieu vers la fin du mois. S'il est dans l'intention des auteurs de prévoir une entrée en vigueur selon les principes de droit commun de l'article 4 de la loi précitée du 10 juillet 2005, le renvoi aux dispositions de droit commun en matière de publication est à écarter, car superfétatoire. Partant, l'article est à libeller comme suit :

**« Art. 64. Entrée en vigueur**

À l'exception de l'article 4, la présente loi entre en vigueur le 21 juillet 2019. »

Article 65 (63 selon le Conseil d'État)

Il convient de reformuler l'intitulé de l'article sous examen comme suit :

**« Art. 63. Intitulé de citation ».**

Par ailleurs, les dispositions relatives à l'introduction d'un intitulé de citation devant précéder celles relatives à la mise en vigueur, le Conseil d'État demande l'inversion des articles 64 et 65 (63 et 64, selon le Conseil d'État).

Ainsi délibéré en séance plénière et adopté à l'unanimité des 19 votants, le 22 janvier 2019.

Le Secrétaire général,

s. Marc Besch

Le Président,

s. Georges Wivenes