

N° 5711¹**CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2007-2008

PROJET DE LOI

relative aux obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et portant transposition de:

- la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE;**
- l'article 9 du règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales;**

et portant modification de:

- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier**

* * *

AVIS DU CONSEIL D'ETAT

(4.12.2007)

Par dépêche du 14 mars 2007, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'examen du Conseil d'Etat le projet de loi sous rubrique, élaboré par le ministre du Trésor et du Budget. Au texte du projet étaient joints un examen des motifs, un commentaire des articles et le tableau de transposition des actes communautaires en cause.

L'avis de la Chambre de commerce annoncé dans la lettre de saisine n'a pas encore été communiqué au Conseil d'Etat à la date de l'émission du présent avis.

*

L'objectif principal du projet sous avis est la transposition en droit luxembourgeois de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE. On peut noter que le délai de transposition de ladite directive est venu à échéance le 20 janvier 2007.

Le projet sous avis est un projet carrefour dans la mesure où il constitue un élément important dans le parachèvement complet de la mise en œuvre de deux des principaux chantiers réglementaires d'actualité, à savoir la migration vers les normes comptables internationales (IAS/IFRS) et la transparence des informations à mettre à la disposition des investisseurs en application de la directive sur les marchés d'instruments financiers (Markets in Financial Instruments Directive, „MIFID“). En même temps, le projet remplace l'actuelle loi modifiée du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

*

EXAMEN DES ARTICLES

Observation liminaire

Le Conseil d'Etat recommande aux auteurs du projet de loi sous avis de remplacer à chaque occurrence les références aux directives et règlements communautaires par celles aux mesures nationales de transposition ou, pour le moins, de reprendre l'intitulé exact et non abrégé desdits actes communautaires.

Chapitre I

Le chapitre I, qui s'étend sur les deux premiers articles énonçant les définitions des termes récurrents dans le cadre du projet et circonscrivant le champ d'application de ce dernier, appelle les observations suivantes du Conseil d'Etat:

- L'intitulé du chapitre est à modifier aux fins de lire „Chapitre Ier – Définitions et champ d'application“.
- En ce qui concerne le point 9 de l'article 1er, le Conseil d'Etat estime qu'il aurait mérité d'être plus attentivement examiné par les juristes-linguistes des instances européennes impliquées pour être passablement confus.
- Tout en renvoyant au considérant No 10 de la directive 2004/109/CE à transposer, le Conseil d'Etat préconise de remplacer à l'article 2, paragraphe 1er, le terme „déjà“ qui prête à confusion par „dès lors qu'elles sont admises“. En effet, le projet ne peut pas viser les seules valeurs mobilières déjà admises à la négociation sur un marché réglementé à l'heure actuelle, mais doit bien et surtout concerner celles qui le seront après l'entrée en vigueur de la loi.

Chapitre II

Ce chapitre, regroupant les articles 3 à 7, a trait à l'information périodique que l'émetteur de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé doit publier. Il s'agit des rapports financiers annuels et semestriels et des déclarations intermédiaires de la direction de l'émetteur.

A plusieurs reprises revient la notion de „personnes responsables au sein de l'émetteur“. D'après le commentaire des articles (article 3), il s'agit „notamment [d']un ou plusieurs membre(s) du Conseil d'administration ou de la direction générale“ de l'émetteur. D'après le commentaire de l'article 6 toutefois, il ne s'agit précisément pas de ces personnes. Dans un souci de cohérence entre les articles 3 et 6 du projet de loi sous examen et des dispositions de la loi du 10 juillet 2005 relative aux prospectus pour valeurs mobilières, prise notamment en son article 9, le Conseil d'Etat recommande de remplacer à chaque occurrence les termes „personnes responsables au sein de l'émetteur“ par „émetteur“, ou de prévoir du moins que, lorsqu'il s'agit de personnes morales, ce qui est presque toujours le cas, la seule indication du nom et du siège statutaires de celles-ci. De surcroît, et en plus de l'argument de la cohérence entre les textes précités, de l'avis du Conseil d'Etat, du moment que l'émetteur est lui-même une personne agréée et surveillée par la Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), il devrait être suffi aux exigences de la directive lorsque les déclarations en question sont signées par des représentants dûment habilités dudit émetteur. Le Conseil d'Etat recommande par conséquent, pour les raisons qui précèdent, de parler à chaque fois des „déclarations de l'émetteur indiquant qu'à sa connaissance ...“, et d'ajouter, le cas échéant, à l'instar de l'article 9, précité, de la loi relative aux prospectus, que lorsque l'émetteur est une personne morale, il y a lieu d'indiquer son nom et son siège statutaire.

A titre tout à fait subsidiaire, si les auteurs devaient néanmoins retenir le libellé proposé, s'agissant d'une disposition susceptible d'entraîner une responsabilité au sens de l'article 6, sous réserve de la proposition du Conseil d'Etat ci-après de supprimer ledit article, et des sanctions administratives et pénales aux termes des articles 25 et 26, il convient en premier lieu de circonscrire plus précisément la notion.

Le Conseil d'Etat s'interroge ensuite sur la portée juridique de la notion de „responsabilité“, utilisée à l'article 6. Au vu des sanctions prévues par les articles 25 et 26, l'article 6 n'apporte aucune plus-value. De l'avis du Conseil d'Etat, il s'agit plutôt de la compétence que de la responsabilité, et il résulte d'ailleurs avec évidence des articles 3, 4 et 5 eux-mêmes que c'est bien l'émetteur qui se charge des

rapports et déclarations y visés. L'article 6 est partant superfétatoire et les autres articles seront à renuméroter en conséquence.

Quant aux exemptions énoncées à l'article 7, le Conseil d'Etat note que le projet épuise toutes les possibilités offertes par la directive.

Chapitre III

Le chapitre III, qui comprend les articles 8 à 17, est relatif à l'information continue qu'il convient de publier. Il s'agit d'un côté des acquisitions ou cessions de participations importantes (Section Ire) et, de l'autre côté, des informations destinées aux détenteurs de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé (Section II).

Pour ce qui est des informations à publier en cas d'acquisitions ou cessions de participations importantes, les nouvelles dispositions viennent remplacer l'actuelle loi modifiée du 4 décembre 1992 sur les informations à publier lors de l'acquisition et de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse, qui est abrogée par l'effet de l'article 32 du projet sous avis. Ce qui change par rapport au régime actuel, c'est en premier lieu une extension *ratione personae* du régime. En effet, désormais, tombent dans le champ d'application de la loi les participations dans le capital d'un émetteur dont le Luxembourg est l'Etat membre d'origine. En principe, l'applicabilité *ratione personae* est ainsi étendue sachant qu'il se pourrait qu'une société de droit luxembourgeois ait un Etat d'origine autre au sens de la directive et du projet sous avis, de sorte que les notifications afférentes devraient dans cette hypothèse être effectuées dans ledit Etat d'origine.

Ratione materiae, on note que le seuil minimal de notification est désormais de 5%, contre 10% dans le régime actuel. Au vu de cette extension, il convient de s'interroger sur le régime transitoire applicable aux détenteurs qui, au moment de l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, détiennent déjà entre 5 et 10% du capital d'un émetteur. Au vu de l'article 30, paragraphe 4 et sous réserve de ses observations à l'endroit des dispositions transitoires, le Conseil d'Etat croit comprendre que lesdits détenteurs auront deux mois pour se conformer à la nouvelle loi. Vu les sanctions prévues pour les infractions aux différentes dispositions du projet, et étant donné le fait que lesdits détenteurs ne résident ou n'ont leur siège pas nécessairement au Luxembourg, ni même dans un autre Etat membre de l'Union européenne, le Conseil d'Etat se demande si ledit délai de deux mois n'est pas fort court alors que, s'agissant de titres cotés en bourse, les émetteurs ne connaîtront pas nécessairement les détenteurs concernés, notamment s'il s'agit de fonds étrangers, et ne pourront donc pas les avertir du changement législatif.

Quant aux autres seuils, seul celui de 15% vient se rajouter, les autres restant les mêmes que sous la loi de 1992. Le Conseil d'Etat voit cependant une insécurité juridique dans la divergence de calcul entre le seuil de 33 1/3% aux termes du projet sous avis, comparé à la loi du 19 mai 2006 portant transposition de la directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition („loi OPA“). A la lecture comparée des articles 8 et suivants du projet sous avis et de l'article 5(3) de la loi OPA, il faut conclure que le seuil des 33 1/3% est plus vite atteint en application des critères de calcul du projet sous avis. Le fait que tant l'article 5(3) de la loi OPA précitée que l'article 8 du projet sous examen renvoient à une „réglementation“ respectivement à un règlement grand-ducal à prendre ultérieurement, sans aucune obligation de ce faire d'ailleurs, rend encore moins rassurante cette divergence.

D'une manière générale, le Conseil d'Etat s'interroge sur la référence récurrente, tout au long du projet sous avis, à des règlements grand-ducaux qui „peuvent“ prendre des mesures d'exécution. Ou bien on se situe dans le cadre de l'article 36 de la Constitution, auquel cas la référence dont question est superfétatoire, ou bien on se situe dans le cadre de l'article 32(3) de la Constitution, *quod non* aux yeux du Conseil, et il conviendrait alors de préciser à quelles fins et suivant quelles conditions et modalités lesdits règlements grand-ducaux peuvent être pris.

De toute manière, la plupart des mesures d'exécution seront sans doute prises par voie de Circulaires de la CSSF, de sorte qu'une disposition habilitante au sens de l'article 108*bis* de la Constitution, disposition qui couvrirait l'ensemble du projet, serait la meilleure solution.

Le Conseil d'Etat note encore que sous la loi actuelle de 1992, les notifications sont à adresser tant à l'émetteur qu'à la CSSF. Aucune disposition du texte sous examen ne prévoit expressément une notification à la CSSF, alors que celle à l'émetteur résulte du texte en termes exprès (cf. notamment articles 8(2), 11(2) et 11(6)). Le Conseil d'Etat croit pouvoir déduire des articles 11(1) et 11(7) que la

CSSF reçoit bien notification à son tour, mais mieux vaut le prévoir expressément, même s'il s'agit d'une évidence. Le Conseil d'Etat recommande dès lors d'écrire à l'article 11, paragraphe 2, à l'instar de l'article 9 de la loi modifiée du 17 juin 1992 précitée: „(2) La notification à l'émetteur et simultanément à la Commission est effectuée ...“.

Par rapport au régime antérieur, il convient de souligner plus spécifiquement les extensions *ratione materiae* suivantes:

La première extension *ratione materiae* à noter concerne l'article 12 qui, sous le terme d'instruments financiers spécifiques, vise les différents types d'options d'achat (call options) portant sur des titres relevant du champ de la loi. Le Conseil d'Etat se demande d'ailleurs pourquoi les options de vente (put options) ne sont pas visées, alors que les seuils de l'article 8 visent non seulement les acquisitions, mais aussi les cessions de participations. Il s'agit sans doute d'un oubli qu'il convient de redresser comme suit: „(1) Les obligations en matière de notification prévues à l'article 8 s'appliquent également à une personne physique ou morale qui détient, directement ou indirectement, des instruments financiers qui lui donnent le droit d'acquérir ou de céder, de sa propre initiative ...“. Le Conseil d'Etat ne se sent par ailleurs pas très rassuré face à la fixation des instruments financiers concernés par voie de règlement grand-ducal. D'après lui, la fixation des instruments financiers concernés ne peut se faire que dans la loi même.

En second lieu, rentrent désormais également dans le champ des dispositions sur les participations importantes, les opérations sur actions propres (article 13). Le Conseil d'Etat rappelle à ce titre que, premièrement, ces opérations doivent respecter les limites imposées par la loi modifiée du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. En second lieu, lesdites opérations sont souvent effectuées, s'agissant d'acquisitions, en vue de l'annulation ultérieure de ces titres, voire de leur conversion en titres dépourvus du droit de vote. Le Conseil d'Etat se demande si ces opérations sont, *ratione legis*, visées par le projet sous avis.

Enfin, le projet prend une position claire (article 9, (f) et (h)) en cas de dépôt de titres munis d'un droit de vote auprès d'un dépositaire tiers, en tranchant dans le sens de l'attribution desdits droits de vote au compte du dépositaire. Si déjà la loi de 1992 prévoit une disposition similaire dans son article 7 *in fine*, le projet sous avis ajoute la disposition du point h). D'une manière générale, ce régime soulève deux questions juridiques très sérieuses: tout d'abord, on constate une divergence entre le texte de l'article et le commentaire des articles. En effet, d'après le libellé de l'article 9, sous (f) et (h), reprenant en cela textuellement l'article 10 de la directive, il s'agit d'un cas où le tiers dépositaire „peut les exercer“, mais qu'il n'y a „pas d'instructions spécifiques“ de la part du détenteur. Le commentaire des articles en déduit qu'il s'agit d'un „cas où les stipulations du contrat régissant les relations entre la banque et les clients restent silencieuses sur la question de l'exercice des droits de vote“. De l'avis du Conseil d'Etat, et afin de limiter au minimum l'insécurité des cocontractants, il faut une disposition législative ou une stipulation contractuelle expresse habilitant le dépositaire à exercer les droits de vote comme il l'entend pour pouvoir attribuer les actions en question sur le compte du dépositaire. Toute autre solution est incertaine, car le silence ne doit pas avoir un effet juridique aussi conséquent que le commentaire entend lui attribuer et, en plus, dans le silence, le déposant pourrait dans telle situation adresser des instructions au dépositaire, et non pas dans telle autre. Or, il n'est pas concevable que cela puisse avoir une influence sur le seuil de participation du dépositaire.

La seconde question juridique importante est de savoir quelles sont les implications d'une telle attribution au compte du dépositaire. Celui-ci peut détenir dans son propre portefeuille de participation des titres du même émetteur. Or, il n'est pas concevable d'ajouter le portefeuille de participation du dépositaire, plus, le cas échéant, le portefeuille de négociation de ce dernier, plus le portefeuille agrégé de tous les dépositaires. Quant au portefeuille de négociation, l'article 8(5) prévoit un régime propre, et pour ce qui est du portefeuille agrégé comptes de tiers, il devra être considéré à part du ou des portefeuilles propres du dépositaire.

Les autres dispositions du chapitre III n'appellent pas d'observations particulières.

Chapitres IV et V

Ces deux chapitres, comprenant les articles 18 à 24, organisent le détail du contrôle exercé par la CSSF, ses pouvoirs dans le cadre du présent projet, la coopération entre les autorités compétentes des différents Etats membres, le régime linguistique des informations à publier, de même que l'accès aux informations.

La principale innovation consiste dans la mise en place de „OAM“ (Officially Appointed Mechanisms). Il s’agit d’entités de droit privé ou public en charge du stockage de l’ensemble des informations prévues en vertu du projet sous avis. Compte tenu du fait que la loi en projet entend reléguer à un règlement grand-ducal la fixation de tous les détails relatifs aux OAM, le Conseil d’Etat n’est pas en mesure de se prononcer sur leur mérite. Il réitère toutefois son opposition ci-avant quant au recours tous azimuts à des règlements grand-ducaux. Les auteurs du projet semblent d’ailleurs à leur tour avoir des idées plutôt floues sur ces OAM, alors qu’on retrouve la notion tantôt au singulier, tantôt au pluriel, et que l’article 20(2) parle même de OAMU. Compte tenu du rôle important que ces mécanismes sont appelés à jouer, il n’est pas admissible de ne pas le circonscrire de façon détaillée dans la loi même.

Chapitre VI

Le chapitre VI, comprenant les articles 25 à 29 et énonçant les sanctions et voies de recours (Section Ire) et certaines dispositions relatives aux sociétés luxembourgeoises (Section II), appelle les observations suivantes:

A l’article 25, paragraphe 1er, il y a lieu de faire abstraction, sous peine d’opposition formelle, de la lettre f) pour contrevenir à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l’homme en matière de visites domiciliaires. Le Conseil d’Etat renvoie dans ce contexte à ses observations y relatives plus amplement développées dans son avis du 16 mars 2004 relatif au projet de loi relative à la concurrence (*doc. parl. No 5229*⁵).

Il ne peut par ailleurs pas s’accommoder d’une sanction pénale en cas de non-communication d’informations voire en cas de communication de fausses informations à un organisme, en l’occurrence un OAM, dont on ne sait comment il est organisé et comment il fonctionne. Le Conseil d’Etat doit dès lors s’opposer formellement aux dispositions des lettres d) et e) du paragraphe 1er de l’article 25 qui heurtent le principe de la légalité des incriminations consacré par l’article 12 de la Constitution.

L’article 27 est quant à lui également à supprimer, à l’exception de sa première phrase, pour ne rappeler que le droit commun applicable en la matière.

Chapitre VII

Le Conseil d’Etat est à se demander si les dispositions transitoires telles que proposées peuvent être maintenues alors que le délai de transposition de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l’harmonisation des obligations de transparence concernant l’information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE est venu à échéance le 20 janvier 2007 et que les dispositions transitoires figurant à son article 30 sont donc également épuisées.

Les articles 31 à 34 n’appellent pas d’observation de la part du Conseil d’Etat.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 4 décembre 2007.

Le Secrétaire général,
Marc BESCH

Le Président,
Alain MEYER

