

Luxembourg, le 14 juin 2005

Objet: Projet de loi no 5444 relatif au prospectus pour valeurs mobilières portant transposition de la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE ;

- portant modification de la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier ;
- portant modification de la loi du 23 décembre 1998 concernant la surveillance des marchés d'actifs financiers ;
- portant modification de la loi du 30 mars 1988 concernant les organismes de placement collectif ;
- portant modification de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif ;
- portant modification de la loi du 15 juin 2004 relative à la société d'investissement en capital à risque ;
- portant modification de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales.

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

Par sa lettre du 1^{er} février 2005, Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget a bien voulu saisir la Chambre de Commerce pour avis du projet de loi sous rubrique.

Le projet de loi sous avis a pour objet de transposer en droit luxembourgeois la directive 2003/71/CE du Parlement européen (la « Directive Prospectus ») et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue d'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.

Considérations générales

Les dispositions légales de la Directive Prospectus et du projet de loi sous avis visent à établir un nouveau cadre légal concernant l'établissement, l'approbation et la

diffusion des prospectus à diffuser en cas d'offres au public ou de demandes d'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé.

La Chambre de Commerce note que le projet de loi sous avis transpose fidèlement la Directive Prospectus pour ce qui est des offres au public de valeurs mobilières et admissions de valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé faisant l'objet d'une harmonisation communautaire sous la partie I du projet de loi sous avis.

Il échet de souligner que si pour l'essentiel, le projet de loi sous avis réalise une transposition fidèle de la Directive Prospectus, celle-ci a le mérite d'introduire en droit luxembourgeois deux définitions uniformisées par le biais de l'harmonisation communautaire, des notions imprécises d'« offre publique » et d'« investisseurs qualifiés » n'ayant jusqu'à présent uniquement fait l'objet d'indications pratiques au travers de quelques textes émis par la CSSF.

La Chambre de Commerce fait part de ses préoccupations quant au mécanisme de la reconnaissance d'investisseur qualifié qui emportera l'obligation de mettre en place, pour les personnes physiques, un registre comportant des listes nationales d'investisseurs qualifiés, ce qui à son avis, n'est pas sans laisser préfigurer des problèmes au niveau de la confidentialité des données des personnes concernées.

En ce qui concerne les offres au public et les demandes d'admission à la négociation faisant l'objet d'une harmonisation communautaire, la Chambre de Commerce est favorable à la mise en place d'un « passeport unique » pour les prospectus qui, par le jeu du mécanisme de la reconnaissance mutuelle de l'approbation du prospectus d'information par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine, en permet la diffusion sur le territoire d'un autre Etat membre.

Elle note avec satisfaction qu'à l'exception des procédures de notification à accomplir par l'autorité compétente de l'Etat membre auprès de l'autorité de l'Etat membre du pays d'accueil, la publicité des prospectus se rapportant à ces valeurs s'en trouvera considérablement facilitée du fait de la levée des spécificités réglementaires nationales ayant jusqu'à présent fait obstacle à leur diffusion immédiate au sein de l'Union européenne.

La Chambre de Commerce accueille favorablement l'harmonisation opérée au niveau du contenu des prospectus qui permettra en pratique de:

- simplifier les contraintes administratives aux émetteurs désireux d'élargir leur offre de valeurs mobilières aux investisseurs d'autres Etats membres,
- garantir aux entreprises, et en particulier aux petites et moyennes entreprises un accès aussi large que possible aux marchés de capitaux,
- garantir un degré de protection uniforme à tous les investisseurs de l'Union européenne,
- renforcer la confiance du public,
- garantir l'efficacité des marchés.

Il convient de noter qu'un règlement no. 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la Directive Prospectus vient apporter des précisions en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure de ceux-ci, leur

publication, l'inclusion par référence et la diffusion des communications à caractère personnel.

En ce qui concerne la définition des valeurs mobilières, la Chambre de Commerce aimerait voir une exclusion expresse des bons de caisse de cette définition.

Elle note que le dénominateur commun et principe de base régissant les dispositions des Parties I et II du projet de loi sous avis, en vertu duquel toute offre au public de valeurs mobilières sur le territoire luxembourgeois et toute admission à la négociation sur un marché réglementé est soumise à l'obligation de publier un prospectus, a pour effet de déclencher l'application de règles identiques dans tous les Etats membres.

En ce qui concerne le régime applicable aux offres au public de valeurs mobilières d'un faible montant et les admissions aux négociations sur un marché réglementé hors du champ d'application de la Directive Prospectus, contenues dans la partie II du projet de loi, il est cependant pris note du fait que, tout en s'inspirant des règles applicables aux valeurs visées dans la première partie, ces valeurs peuvent être approuvées et commercialisées sur la base d'un prospectus au contenu simplifié.

Enfin, et surtout, la Chambre de Commerce salue l'innovation d'importance introduite sous l'article unique (article 61) de la Partie III du projet de loi sous avis laquelle offre un régime particulier pour les admissions de valeurs à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne.

Elle considère que cette nouvelle disposition en fournissant à ces offres et admissions un cadre légal, ouvre la voie à un nouveau segment de marché pouvant être opéré au Luxembourg. Censé attirer les émetteurs ne souhaitant pas être cotés sur un marché réglementé au sens du droit communautaire, la Chambre de Commerce estime que la mise à disposition de ce cadre légal anticipe de manière très positive les pratiques réglementaires et commerciales déjà annoncées dans les pays actifs dans le domaine de la cotation et de la négociation d'obligations en évitant à ces émetteurs d'aller chercher à l'extérieur de l'Union européenne un cadre d'opération réglementé.

L'établissement de règles spécifiquement luxembourgeoises aux côtés des dispositions visant à transposer la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, constitue le principal apport du projet de loi et représente un atout significatif dans l'arsenal législatif dont le Grand Duché s'est doté depuis quelques années afin de renforcer sa compétitivité au sein du marché unique des services financiers.

Commentaire des articles

La liste des définitions de l'article 1^{er} reprend fidèlement celles de la directive 2003/71/CE. Certaines définitions suscitent néanmoins quelques observations.

Concernant l'article 1.1 a)

« L'approbation », (anciennement le visa) est définie comme « *l'acte positif à l'issue de l'examen par l'autorité compétente de l'Etat membre d'origine visant à déterminer si le prospectus est complet, si les informations qu'il contient sont cohérentes et s'il est compréhensible* ».

Il échet de noter que le projet de loi sous avis prévoit des éléments de vérification de caractère formel (si le prospectus est complet) et des éléments de fond (vérification du caractère cohérent et compréhensible des informations fournies). La Chambre de Commerce souligne le fait que cette disposition est de nature à asseoir l'autorité de la CSSF comme autorité indépendante compétente à Luxembourg, ce qui aura comme implication de voir son rôle et son autorité accrue à Luxembourg.

Concernant l'article 1.1 g) (« Etat membre d'accueil ») et l'article 1.1 h) (« Etat membre d'origine »)

En principe, l'Etat membre d'origine est celui où l'émetteur a son siège statutaire.

Alors que la Directive Prospectus ne retient comme critère que celui du siège statutaire de l'émetteur et non pas celui du principal établissement, le projet de loi sous avis, à côté de cette notion, laisse entrevoir une autre option, à savoir celle de la notion de l'Etat d'accueil où sont admis les titres à la négociation ou sont offerts au public.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce s'accorde à reconnaître que le critère du siège statutaire de l'émetteur est en principe gage d'une plus grande sécurité juridique, puisque la notion de principal établissement a pu donner lieu à des discussions et parfois à des conflits dans le passé.

Cependant, la Chambre de Commerce estime que la définition du pays d'accueil contenue sous l'article 1,1 h) et dans la mesure transitoire y attachée, mentionnée à l'article 62 du projet de loi sous avis, ainsi que dans les explications et exemples fournis dans les commentaires de l'article 1er pour illustrer cette notion, ne reflètent que certaines des interprétations possibles de cette notion.

Concernant l'article 1.1 j)

La Chambre de Commerce note que la définition de la notion d'« investisseur qualifié », pour ce qui concerne les personnes physiques, est assez restrictive, puisque au moins deux critères cumulatifs (parmi les trois mentionnés sous l'article 1.1 r)) sont requis pour bénéficier de cette qualification, auxquels s'ajoute l'obligation de demander son inscription sur un registre national.

En ce qui concerne les critères établis par le projet de loi sous avis, ceux-ci ne sont pas inconnus des professionnels financiers puisqu'ils sont largement similaires à ceux figurant au point 16 de l'annexe à la circulaire 2000/15 de la CSSF relative aux règles de conduite du secteur financier (normes FESCO¹).

¹ Extrait du document *Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules* publié par le Forum of European Securities Commissions (FESCO) en mars 2000. ¹ Extrait du document *Implementation of Article 11 of the ISD: Categorisation of Investors for the Purpose of Conduct of Business Rules* publié par le Forum of European Securities Commissions (FESCO) en mars 2000.

La Chambre de Commerce relève que la mise en pratique de cette notion suppose toutefois la création d'un registre dans chaque Etat membre. Pour le Luxembourg, la CSSF est chargée de la constitution et de la gestion de ce registre, dont les modalités seront définies par voie de règlement grand-ducal. Il est à souhaiter que ce règlement soit rapidement adopté afin d'assurer une mise en œuvre efficace de la loi.

La Chambre de Commerce émet des réserves par rapport au mécanisme de reconnaissance du statut d'investisseur qualifié pour les personnes physiques dont la mise en œuvre en pratique lui semble toutefois assez lourde. De plus, elle estime que ce mécanisme conduira dans une certaine mesure à cloisonner les marchés nationaux.

Ainsi, un résident d'un autre Etat membre de l'Union européenne, souhaitant intervenir sur le marché luxembourgeois en tant qu'investisseur qualifié, ne peut demander son inscription sur la liste luxembourgeoise tenue par la CSSF. Il devra le faire auprès de l'autorité désignée dans son pays de résidence. Ceci impliquera la mise en place de mesures particulières au niveau communautaire visant à organiser la circulation ou la publication des listes nationales d'investisseurs qualifiés. L'inscription sur ces listes nationales supposera une acceptation de fait de la part de l'investisseur qualifié de la divulgation des données qui le concernent.

Dans ce contexte, la Chambre de Commerce appelle à tenir compte des implications qui résultent de la mise à disposition des informations relatives à tous les émetteurs auprès du registre tenu par chaque autorité nationale, qui selon elle n'est pas sans poser des problèmes au regard de la confidentialité des données des personnes concernées.

Enfin, il convient de noter que la qualification d'investisseur qualifié emporte un certain nombre de conséquences pour les émetteurs. Ceux-ci sont en particulier exemptés de l'obligation d'établir un prospectus lorsque les titres sont offerts exclusivement à de tels investisseurs qualifiés.

Concernant l'article 1.1 I)

La Chambre de Commerce constate que les termes de la définition sont extrêmement larges dans la mesure où il s'agit d'une « *communication adressée sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que ce soit à des personnes...* ».

Le commentaire de cet article précise cependant à bon escient que la simple fourniture d'informations sur un titre ou sur un émetteur sans qu'il y ait des titres proposés à l'achat ou à la souscription n'est pas assimilée à une offre au public. Le projet de loi précise que la communication doit présenter « *une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir* » pour qu'elle soit effectivement considérée comme constituant une « offre au public » au sens de la loi.

Le caractère général de cette définition appelle de la part de la Chambre de Commerce quelques remarques.

Jusqu'à présent, la notion d'offre publique n'était pas définie. Seuls des textes émis par la CSSF en donnant quelques indications pratiques. En particulier, le rapport d'activité de la CSSF pour l'année 2001 précise la conception que celle-ci retient de la notion d'offre publique. Sans vouloir donner force de règlement à un rapport d'activité, la précision donnée par la CSSF a le mérite de donner quelques critères appliqués par l'autorité de surveillance. Dans ce rapport, il était énoncé qu'en l'absence de définition légale ou réglementaire de cette notion, « *le caractère privé ou public d'une émission est apprécié de façon pragmatique. Ainsi il a toujours été admis qu'une offre de titres en souscription ou en vente est publique lorsqu'elle est annoncée dans ce but par voie de presse ou par un autre moyen accessible au public. En outre, la mise à disposition aux guichets d'une banque d'un prospectus d'émission se rapportant à des valeurs mobilières est considérée comme étant constitutive d'une offre publique. Il en est de même des informations qui sont données par voie de circulaire ou de tract* ».

Par ailleurs, dans sa circulaire 91/75, l'IML précisait que « *le public est sollicité lorsque la collecte de l'épargne (...) n'a pas seulement lieu dans un cercle restreint de personnes* ». Ainsi, les critères déterminants semblaient reposer à la fois sur le mode de diffusion de l'information et sur le nombre de personnes visées par une offre. Si le nombre de personnes visées par une offre a jusqu'à présent été retenu comme critère pour qualifier une offre de publique, la Chambre de Commerce tient à mettre en évidence le fait que le nombre de personnes visées par une offre n'est plus, conformément à la définition du projet de loi sous avis un critère susceptible d'exclure la qualification d'offre au public. Il convient de relever toutefois que ce critère permet de bénéficier d'une dérogation à l'obligation de publier un prospectus, ce qui est confirmé par le commentaire des articles, pour les offres portant sur des valeurs mobilières attribuées aux salariés d'une entreprise.

D'autre part, la Chambre de Commerce est d'avis que l'élargissement du champ d'application de la définition à l'offre au public de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers aura des répercussions non négligeables en ce qui concerne les placements par les établissements de crédit jusqu'alors considérés comme privés.

En effet, aux termes du projet de loi sous avis, la notion d'offre au public s'étend également au placement de valeurs mobilières par des intermédiaires financiers. Or, en pratique, les souscripteurs sont fréquemment des professionnels du secteur financier qui offrent ensuite les titres d'une manière privée à leur clientèle locale. Il s'ensuit que bon nombre de placements actuellement considérés comme privés seront de nature à se voir qualifiés à l'avenir d'offre au public, et les émetteurs et offreurs devront désormais respecter les nouvelles règles relatives à l'obtention d'une approbation et à la diffusion d'un prospectus.

En conclusion la Chambre de Commerce est d'avis que cette définition va certainement modifier de façon fondamentale l'approche actuellement appliquée en matière d'offre publique et induire des conséquences pratiques sur la manière d'opérer au Luxembourg. Si une telle définition uniformisée présente l'avantage de gommer les inégalités concurrentielles entre les différents acteurs dans l'Union européenne, elle aura également pour effet d'englober dans cette notion des offres qui n'étaient jusqu'alors pas considérées comme offres publiques et donc d'accroître les obligations d'information reposant sur les émetteurs.

De l'avis de la Chambre de Commerce, les nouvelles règles ne seront pas sans susciter bon nombre d'interrogations et d'interprétations de la part des personnes qui seront chargées de les appliquer. Une clarification de la notion d'offre au public par les autorités compétentes s'impose aux yeux de la Chambre de Commerce.

Concernant l'article 1.1 p)

La Chambre de Commerce relève que la Directive Prospectus précise sous son article 1er d) qu'en ce qui concerne la notion de « personne faisant une offre », il s'agit d'une personne morale ou physique qui offre des valeurs mobilières au public, cette précision ne se retrouvant pas dans le projet de loi.

Elle estime que l'insertion de cette précision dans la loi serait favorable à une interprétation plus libérale de ce qui constitue une offre au public.

Concernant l'article 1 s)

Sous cette définition, il conviendrait de lire : « *Un programme qui permetappartenant à un type et/ou une catégorie similaires,....* ».

Concernant l'article 1.1 t)

Le renvoi effectué à l'article 12 de la Directive Prospectus, en vue de donner une définition du prospectus de base, n'est pas exact, le texte communautaire renvoyant lui-même à son article 7. Pour des raisons de clarté du texte, la Chambre de Commerce suggère de séparer la référence à l'article 8 relative à l'établissement d'un prospectus et la mention du supplément au prospectus, la rédaction actuelle donnant à penser que l'article 8 ne s'applique que s'il y a un supplément. En outre, le dernier renvoi devrait se faire à l'article 16 de la loi et non à l'article 19. En conséquence, la Chambre de Commerce propose de modifier le texte comme suit : « *Un prospectus renfermant toutes les informations pertinentes visées à l'article 8 de la loi, à l'article 7 de la directive 2003/71/CE et, s'il existe un supplément au prospectus, à l'article 16 de la loi, concernant l'émetteur*».

Concernant l'article 1.1 w)

La Chambre de Commerce tient à relever le fait que le texte du projet de loi n'exclut pas expressément les bons de caisse de son champ d'application. Seul le commentaire des articles (sub article 4) précise que « *les bons de caisse non fungibles ne sont pas repris dans le projet de loi, puisqu'ils ne présentent pas les caractéristiques de valeurs mobilières. Les bons de caisse plus évolués tels que les certificats de dépôt fungibles sont compris dans le concept d'instruments du marché monétaire et sont couverts par la partie II du projet de loi* ».

La Chambre de Commerce aimerait attirer l'attention des auteurs du projet de loi sous avis sur les risques qui pourraient résulter d'une interprétation combinée avec d'autres textes légaux (et en particulier la loi du 1er août 2001 relative à la circulation de titres), afin d'éviter que les bons de caisse ne soient assimilés à des valeurs mobilières, ce qui aurait pour effet d'imposer aux établissements de crédit qu'ils fournissent un prospectus pour l'émission de bons de caisse.

En outre, il convient de rappeler que tant la doctrine majoritaire que la jurisprudence estiment que les bons de caisse ne constituent pas des valeurs mobilières. Ils ne peuvent en particulier être assimilés aux obligations puisque, d'une part, ils ne font pas partie d'une émission globale, d'un montant total déterminé, et que, d'autre part, ils ne sont pas offerts au public pour un montant uniforme, tel que chacun d'eux constitue une fraction égale de l'ensemble de l'émission. A l'inverse, les bons de caisse sont créés avec des caractéristiques variables, au jour le jour, selon les besoins de caisse de l'établissement de crédit.

Ainsi, dans l'optique de la loi, les bons de caisse non fongibles ne sont pas considérés comme des valeurs mobilières et l'exception mériterait plus qu'une simple mention dans le commentaire des articles.

Le texte de la Directive Prospectus semble vouloir exclure par principe les bons de caisse de son champ d'application (article 1er.2. f). En effet, selon cette disposition, la directive ne s'applique pas « *aux valeurs mobilières autres que des titres de capital émises d'une manière continue ou répétée par les établissements de crédit, pour autant que ces valeurs mobilières:*

- i) ne soient pas subordonnées, convertibles ou échangeables;*
- ii) ne confèrent pas le droit de souscrire ou d'acquérir d'autres types de valeurs mobilières et ne soient pas liées à un instrument dérivé;*
- iii) matérialisent la réception de dépôts remboursables;*
- iv) soient couvertes par un système de garantie des dépôts conformément à la directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts ».*

Il convient de préciser cependant que cette disposition ne vise que les valeurs qui sont couvertes par un système de garantie des dépôts, ce qui n'est pas le cas des bons de caisse au Luxembourg. A titre de comparaison, cette disposition permet d'exclure expressément les bons de caisse en Belgique.

Tout en convenant que les bons de caisse au Luxembourg ne répondent pas techniquement aux critères visés par cette disposition de la Directive Prospectus, ce qui n'altère en rien le principe de leur exclusion du champ d'application de cette directive, la Chambre de Commerce regrette que le projet de loi sous avis ne transpose pas cette notion, à toutes fins utiles.

En conclusion de ce qui précède, la Chambre de Commerce propose que la définition des « valeurs mobilières » énoncée à l'article 1.1 w) du projet de loi sous avis soit rédigée de la manière suivante :

« valeurs mobilières » : les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exception des instruments de paiement et des bons de caisse), telles que (...) ».

Le considérant 12 de la Directive Prospectus précisant en effet que la définition étendue donnée par la directive à la notion de valeurs mobilières n'est valable qu'aux fins de cette directive et n'affecte en aucune façon les diverses définitions des instruments financiers utilisées dans les législations nationales, la Chambre de Commerce estime partant que la directive laisse ainsi une marge de manœuvre aux Etats membres pour adapter cette définition aux spécificités nationales.

Partie I : Des offres au public de valeurs mobilières et des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé faisant l'objet d'une harmonisation communautaire

La première partie du projet de loi constitue une transposition fidèle de la Directive Prospectus. Le principe de base de cette partie est que toute offre au public de valeurs mobilières sur le territoire luxembourgeois est soumise à l'obligation de publier un prospectus. De même, toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé luxembourgeois est soumise à la publication préalable d'un prospectus. Les mêmes règles sont globalement applicables dans les deux cas de figure aux opérations pour lesquelles le Luxembourg est appelé à intervenir comme Etat membre d'origine.

Dans la mesure où il s'agit d'une transposition fidèle de la Directive Prospectus, les observations que la Chambre de Commerce est en mesure d'émettre sur cette partie sont peu nombreuses, la directive ne laissant que peu de latitude aux Etats membres pour sa transposition.

Concernant l'article 8(4) b) i)

Cet article concerne l'établissement du prospectus. Pour une meilleure compréhension du texte, la Chambre de Commerce suggère de modifier l'article comme suit :

« *dans des actifs couvrant à suffisance les engagements* » plutôt que « *dans des actifs suffisant à couvrir les engagements* », ce qui n'est que la reprise d'une traduction erronée de la version anglaise du texte communautaire.

Concernant l'article 9

Cet article tend à rendre responsable des informations contenues dans le prospectus non seulement l'émetteur et la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé mais aussi l'offreur.

La Chambre de Commerce est d'avis que seul l'émetteur doit être tenu responsable du contenu du prospectus, sauf dans l'hypothèse dans laquelle celui-ci n'a pas lui-même rédigé ce prospectus. C'est ce que semblent signifier les termes « *selon le cas* » ajoutés en fin de phrase. Toutefois, afin d'éviter de faire planer le doute quant à la responsabilité éventuelle des opérateurs qui viendraient à offrir des titres sans avoir élaboré le prospectus, il conviendrait de rédiger l'article 9 de la façon suivante :

« *La responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe à celui, de l'émetteur, de l'offreur, de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou du garant, qui l'a rédigé, pour les parties auxquelles il a contribué, selon le cas* ».

Concernant l'article 15

Il y a lieu de modifier la fin de la première phrase du point 1 de l'article 15 comme suit : « (...) *ou au plus tard au début de l'offre au public ou de l'admission à la négociation sur un marché réglementé des valeurs mobilières concernées.* ».

Concernant l'article 16

Cet article introduit une nouveauté à savoir un droit de rétractation de deux jours offerts aux investisseurs en cas de publication d'un supplément au prospectus alors qu'ils ont déjà accepté d'acheter des valeurs mobilières ou d'y souscrire.

Le règlement n° 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la Directive Prospectus précise les informations à inclure au minimum dans la note relative aux valeurs mobilières, au titre desquelles figure l'obligation d'indiquer le délai durant lequel une demande de souscription peut être retirée.

La brièveté du délai tient compte du fait que toutes les informations relatives au prospectus sont mises à disposition du public notamment « *sous forme électronique sur le site Internet de l'émetteur et, le cas échéant, sur celui des intermédiaires financiers qui placent ou négocient les valeurs mobilières concernées* » (article 15(2) c) du projet de loi). De même, la CSSF publie sur son site Internet les prospectus qu'elle approuve (article 15(4) du projet de loi). La mise à disposition d'informations par voie électronique est désormais dotée d'effets juridiques. L'investisseur est considéré comme informé dès lors que l'information est mise à sa disposition. En effet, le point de départ du délai de rétractation est la publication du supplément. Or, la publication par voie électronique devient obligatoire en vertu de l'article 15(3) du projet de loi. Dès lors, il semble possible de considérer en pratique que c'est à compter de ce moment que sera computé le délai de deux jours.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce considère qu'une telle évolution constitue un progrès notable. Si l'information des investisseurs s'en trouve facilitée du fait des moyens électroniques, il sera également plus facile aux professionnels, certes tenus d'informer leurs clients des risques qu'ils encourent en leur fournissant en principe les prospectus relatifs à leurs investissements, d'atténuer leur responsabilité dès lors que ces clients ne se sont pas eux-mêmes informés des particularités des valeurs auxquelles ils ont souscrit. La Chambre de Commerce anticipe donc avec intérêt une évolution du droit de la responsabilité en la matière dans un sens plus favorable aux professionnels.

Des annexes indicatives, applicables à la partie I, reprennent les annexes à la Directive Prospectus. La Chambre de Commerce suggère cependant, dans l'objectif de leur transposition effective en droit luxembourgeois, de modifier dans le texte de ces annexes les renvois aux articles de la Directive Prospectus par des renvois aux dispositions de la loi. Ainsi, à l'annexe indicative I, sous le point II relatif à l'identité des administrateurs, des membres de la direction, des conseillers et des commissaires aux comptes, il convient de corriger le renvoi à l'article 5 de la directive en précisant « *conformément à l'article 8 de la présente loi* ». Il en est de même dans l'annexe indicative II, au point I.

Partie II : Des offres au public et des admissions à la négociation sur un marché réglementé de valeurs mobilières non visées par la partie I

La seconde partie vise à introduire un régime spécifique pour les offres au public de valeurs mobilières d'un faible montant non couvertes par la Directive Prospectus ainsi que pour les admissions aux négociations sur un marché réglementé qui ne tombent pas dans le champ d'application de la directive. De ce fait, les offres au public et les admissions à la négociation qui relèvent de ce régime ne bénéficient pas de la reconnaissance mutuelle des prospectus au niveau communautaire.

Les règles, largement calquées sur celles de la Partie I du projet de loi, prévoient un régime de prospectus simplifié.

Concernant l'article 33

En matière de responsabilité concernant les informations contenues dans le prospectus simplifié, à l'article 33 du projet de loi, les mêmes remarques que celles faites à propos de l'article 9 sont à réitérer. Il convient donc de rédiger l'article 33 de la façon suivante :

« La responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe à celui, de l'émetteur, de l'offreur, ou du garant, qui l'a rédigé, pour les parties auxquelles il a contribué, selon le cas ».

Partie III : Des admissions de valeurs mobilières à la négociation sur un marché luxembourgeois ne figurant pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne

Concernant l'article 61

La troisième partie est spécifiquement luxembourgeoise puisqu'elle prévoit un régime particulier en matière d'admission de valeurs mobilières sur un marché qui n'est pas inscrit sur la liste des marchés réglementés par la Commission européenne. Dotée d'un seul article, elle est, pour la place financière, d'une importance inversement proportionnelle à sa taille. Cette partie vise notamment à offrir un maximum de flexibilité aux opérateurs étrangers intéressés par une négociation de leurs titres sur le marché luxembourgeois, en évitant toutefois la lourdeur des règles communautaires. Sur ce marché en effet, ne seront applicables ni les dispositions issues de la Directive Prospectus, ni celles issues de la directive « Transparence » (directive 2004/109/CE du 15 décembre 2004).

Cette Partie III donne à la Bourse de Luxembourg la base légale qui lui permettra de créer, avec toute la flexibilité souhaitée, un marché autoréglementé, qui répondra ainsi à la demande des émetteurs internationaux et contribuera à éviter que ceux-ci ne recherchent des marchés, à l'extérieur de l'Union européenne, plus conformes à leurs attentes.

Les dispositions applicables au prospectus pour les admissions à la négociation de valeurs mobilières sur ce marché ainsi que les règles de fonctionnement de ce nouveau marché seront introduites dans le Règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg, qui est reconnue comme l'autorité compétente pour approuver tout prospectus à établir dans ce cadre.

Partie IV : Dispositions transitoires, modificatives, abrogatoires et finale**Concernant l'article 62**

La Chambre de Commerce propose d'ajouter un point 5 à l'article 62 ayant la teneur suivante : « 5. *Un émetteur ou un offreur de valeurs mobilières et d'autres titres assimilables visés par la partie II continue à bénéficier de la période de validité de 12 mois de son prospectus dans le cas d'un programme qui a fait l'objet d'une approbation avant le 1^{er} juillet 2005.* »

Concernant l'article 63

La Chambre de Commerce propose également d'insérer un point 12 à l'article 63 libellé comme suit : « *Le paragraphe (1) de l'article 5 est modifié par l'ajout à la fin de la première phrase « ainsi que toutes les transactions effectuées sur des actifs financiers négociés sur un autre marché organisé par un opérateur de marché établi au Luxembourg. » »* La numérotation des points subséquents serait dès lors à modifier en conséquence.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce peut approuver le projet de loi sous rubrique sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

WJE/BJO/TSA