

Objet: Projet de loi relative aux marchés d'instruments financiers et portant transposition de:

- 1) la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE
- 2) l'article 52 de la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, et portant modification de:

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier,
- la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif,
- la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme,
- la loi modifiée du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés,
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier,
- la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances,
- la loi du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur,
- la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg, et portant abrogation de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers,
- la loi modifiée du 21 juin 1984 relative aux marchés à terme (BJO3119).

Saisine : Ministre des Finances (19 octobre 2006)

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

Le projet de loi relatif aux marchés d'instruments financiers sous avis est le résultat d'un double objectif. Le premier vise à effectuer une adaptation du cadre légal applicable au secteur financier en vigueur, le deuxième, à transposer en droit luxembourgeois la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (Market in Financial Instruments Directive), (ci-après la « MiFID »).

La MiFiD est centrée d'une part sur la réalisation de marchés de capitaux européens liquides et d'envergure, plus adaptés aux besoins des émetteurs et des investisseurs, en rendant l'échange de valeurs mobilières plus efficace, plus rapide et moins cher. Elle vise également la suppression des obstacles restants à la prestation transfrontalière de services financiers de détail, en vue d'offrir un plus grand choix au consommateur, tout en préservant sa confiance et en lui assurant un niveau de protection élevé. Le projet de loi sous avis transposant la MiFID est prévu d'entrer en vigueur le 1^{er} novembre 2007.

Le projet de loi sous avis, à l'image de la MiFID dont elle est la fidèle transposition, édicte un cadre réglementaire global, posant des règles floues. Compte tenu de ce cadre général, ces règles laissent pour le moment une grande marge d'interprétation au secteur financier, dans l'attente des dispositions d'application réglementaires et prudentielles.

En ce qui concerne premièrement les différents systèmes de négociation des ordres (marchés réglementés agréés, opérateurs de marché, Multilateral Trading Facilities, (MTF) et internalisateurs), le projet de loi sous avis réalise, tout en étant conforme à la MiFID une harmonisation minimale puisque l'obtention d'un agrément pour l'opérateur de marché en tant que PSF opérant à partir de Luxembourg est une condition supplémentaire nécessaire, à côté de l'agrément requis pour le marché réglementaire lui-même, pour l'octroi du passeport européen pour les activités des opérateurs de marché réglementés. Pour autant, le projet de loi sous avis n'est pas en contradiction avec la MiFID puisque celle-ci se contente d'exiger « au moins » un agrément.

Par ailleurs, l'opérateur de marché qui désire compléter ses activités d'investissement par l'exploitation d'un MTF, doit se soumettre à la procédure du nihil obstat de la CSSF (et non obtenir un nouvel agrément) en tant qu'entreprise d'investissement, le simple statut de PSF n'étant pas suffisant pour exercer cette activité.

La Chambre de Commerce considère que le contrôle de la qualité d'entreprise d'investissement comme condition de l'octroi du passeport européen pour l'activité d'exploitation de MTF présente l'avantage de permettre un traitement non-discriminatoire à l'égard des différents intervenants sur les marchés MTF.

Les nouvelles règles de négociation des ordres sur les marchés impliquent désormais une supervision généralisée à tous les intervenants s'appuyant sur des règles professionnelles plus poussées. Cette démarche suppose de la part des entreprises du secteur financier, une réflexion indispensable à mener sur la marge de manœuvre qu'elles s'autorisent dans les transactions avec leurs clients et comme préalable une bonne connaissance de leurs propres règles de fonctionnement.

Deuxièmement, le projet de loi sous avis opère une extension de la liste des entreprises d'investissement et une libéralisation du statut de certains PSF, grâce à une exigence de capital social révisée vers le bas.

En ce qui concerne la possibilité laissée à certains PSF - conseillers en investissement, courtiers en instruments financiers et sociétés d'intermédiation financière de distribuer également des produits d'assurance - la Chambre de Commerce estime qu'il est indispensable d'aboutir à une égalité de traitement entre agents d'assurance et de réassurance et agents liés proposant des produits d'assurance, en vue de parvenir à une harmonisation parfaite du cadre légal au Luxembourg par rapport à la directive européenne 2002/92/CE sur l'intermédiation en assurance et la MiFID.

Par conséquent, dans un souci de clarté maximum, elle insiste pour que soit modifié l'article 97 du projet de loi sous avis, de manière à rendre également applicable aux agents proposant des services d'intermédiation en assurance, la législation européenne et nationale existante en matière d'intermédiation en assurance. Elle soumet donc au législateur une proposition de texte modifiant cet article dans ce sens. Subsidiairement, en vue de garantir un contrôle uniforme des activités d'intermédiation opérées sur ou à partir du territoire du Grand-Duché de Luxembourg, elle suggère d'indiquer dans le dispositif du projet de loi sous avis que les PSF qui désirent exercer des activités d'intermédiation en assurance peuvent en outre solliciter un agrément pour cette activité spécifique.

Concernant l'abandon pour les agents de registre du statut d'entreprises d'investissement, la Chambre de Commerce est d'avis que l'article 25 paragraphe 1 devrait être clarifié dans le sens d'une définition plus claire des limites de leurs activités afin de leur permettre d'identifier clairement leurs contreparties.

Dans le contexte de l'extension du statut de PSF à des activités connexes ou complémentaires du secteur financier, le projet de loi sous avis introduit des modifications majeures au statut des PSF de support. La Chambre de Commerce revendique la suppression pure et simple des nouvelles dispositions concernant la division du statut des opérateurs de systèmes informatiques et de réseaux de communication en deux catégories distinctes. Cette distinction est tout à fait insatisfaisante car elle ne parvient pas à établir de séparation intangible entre les prestations nécessitant l'intervention de l'une ou de l'autre des catégories visées, faute de définir avec précision le contenu.

La réduction des exigences en matière de capital minimum, quoique de nature à dynamiser les activités du secteur, ne minimise pas les risques opérationnels et les coûts de reporting élevés.

Afin de prendre en compte les attentes du secteur financier et de celui des assurances, principaux clients des opérateurs de systèmes informatiques et de réseaux de communication, concernant en général les prestataires de service et la compétitivité et du sérieux de la réputation de la place financière, la Chambre de Commerce invite l'autorité de surveillance à réfléchir à la définition de dispositifs de gouvernance d'entreprise, adaptés à ce type de PSF. Ces dispositifs auraient l'avantage de valoriser effectivement leur statut en tant que PSF et garantiraient le respect des règles prudentielles.

La Chambre de Commerce approuve le projet de loi sous avis pour l'essentiel de ses dispositions sous réserve de la prise en compte de ses commentaires concernant les PSF, en particulier les PSF proposant des services d'intermédiation en assurance, la clarification des limites de l'activité des agents du registre, le maintien de critères minima d'expérience professionnelle adéquate pour les PSF de support et l'abandon de la division du statut des OSIRC en deux nouvelles catégories

Appréciation du projet de loi

	Incidence
Compétitivité de l'économie luxembourgeoise	+
Impact financier sur les entreprises	-
Transposition de la directive	++
Simplification administrative	-
Impact sur les finances publiques	0

Appréciations:	++	:	très favorable
	+	:	favorable
	0	:	neutre
	-	:	défavorable
	--	:	très défavorable
	n.a.	:	non applicable
	n.d.	:	non disponible

Considérations générales

Le contexte européen du projet de loi.

Le processus initié par la MiFiD et sa transposition en droit luxembourgeois vise à couvrir les entreprises d'investissements dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir des services d'investissement et/ou à exercer des activités d'investissement à titre professionnel – à savoir les établissements de crédit fournissant des services d'investissement, les gérants de fortune, les conseillers en investissement, les distributeurs de parts d'organismes de placement collectif (OPC), les marchés réglementés et les MTF.

La MiFID constitue le point culminant du très ambitieux plan d'action sur cinq ans de l'Union Européenne dans le domaine financier, le « Plan d'Action des Services Financiers », (ci-après le « PASF »), lancé en 1999 et correspond au niveau 1 du PASF. La directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la MiFID, (ci après la « Directive d'Exécution »), correspond quant à elle au niveau 2 du PASF.

Des travaux titanesques ont été entrepris au niveau de la Commission européenne et devront encore être entrepris par les différents acteurs chargés entre autres, de la transposition juridique et pratique de la MiFID au niveau de la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la MiFID (ci-après la « Directive d'Exécution ») et en cours de finalisation au niveau du Comité européen des valeurs mobilières (ci-après « C.E.R.V.M. »), respectivement niveaux 2 et 3 de la procédure « Lamfalussy ». Ces travaux peuvent donner l'impression que le secteur financier devra attendre les nouvelles mesures qui résulteront du P.A.S.F. En effet, ce dernier prévoit de se concentrer principalement sur le client de détail et la protection du consommateur et occupera prochainement ce secteur déjà sérieusement inquiété par le « coût de la réglementation ».

Vue sous un autre angle, la MiFID ne constitue que l'œuvre de modernisation et de remplacement d'une directive âgée de 13 ans, à savoir la directive sur les services d'investissement (Investment Services Directive, (ci-après « la directive ISD »), aujourd'hui inadaptée à l'évolution du marché et des affaires.

La Chambre de Commerce est d'avis que la vérité se situe à mi chemin entre deux constatations. L'intégration de plus en plus poussée des marchés financiers, couplée au programme économique décidé par les Etats membres de l'Union européenne à travers le Plan d'Action de Lisbonne, a incité la Commission européenne à lancer un programme ambitieux : marier des concepts juridiques et pratiques d'origine anglo-saxonne à ceux de l'Europe continentale. Si la directive ISD avait déjà initié un travail d'harmonisation juridique, le concept à la base était cependant celui de l'harmonisation minimale avec reconnaissance mutuelle.

A l'inverse, la MiFID part de l'idée d'une harmonisation beaucoup plus poussée des dispositions législatives des Etats membres, non seulement dans ses concepts, mais également par son approche formelle législative plus contraignante (procédure Lamfalussy).

La volonté d'harmonisation presque « maximale » favorisant à coup sûr les grands acteurs économiques et la standardisation des produits, au détriment des politiques de niches, mérite d'être questionnée. La Chambre de Commerce s'interroge donc sur les raisons qui ont conduit le secteur financier, déjà très réglementé, à faire l'objet d'un examen si détaillé, tant au niveau des dispositions contenues dans la MiFID que des dispositions d'exécution de niveau 2 et 3 de la procédure Lamfalussy. L'article 136 du projet de loi sous avis ainsi que les mesures d'exécution qui suivront, traduisent cet état de fait.

Les règles sur les conflits d'intérêts sont depuis longtemps connues du cadre réglementaire établi par le droit financier luxembourgeois. A titre d'exemple, certaines règles de conduite vis-à-vis de la clientèle incombant aux établissements de crédit et entreprises d'investissement, tels le « suitability test » et le « appropriateness test », déconcertent par la profusion de détails fournis.

Autre exemple, si l'on examine avec quel soin la MiFID et le projet de loi sous avis s'attachent aux revenus de commissions des intermédiaires financiers et à l'obligation d'informer les clients du montant de toutes les commissions payées à d'autres intermédiaires (*inducements*) cette obligation comparée à celles ayant cours dans d'autres secteurs économiques, surprend encore plus. Ainsi, personne n'aurait l'idée, du moins pour l'instant, de demander à un vendeur de machines à laver importées d'Asie du Sud-est ou aux vendeurs d'autres biens de consommation courante, de publier leur marge bénéficiaire et de surcroît par ligne de produit.

La règle contenue à l'article 1993 du Code civil en vertu de laquelle « *le mandataire est tenu de rendre compte de sa gestion et de faire raison au mandant de tout ce qu'il a reçu en vertu de sa procuration* » est depuis toujours connue des intervenants auprès du secteur financier. Dans ce contexte, il paraît raisonnable de déduire que des décisions judiciaires récemment prononcées en Suisse ne suffisent pas à elles seules pour expliquer ce parti pris de détail.

Sans vouloir prétendre que la concurrence maximale joue toujours pleinement dans tous les domaines de l'activité des marchés financiers, la Chambre de Commerce ne peut réprimer l'impression que les banques sont ici soumises à des règles extrêmement précises par rapport à ce qui existe dans tous les autres services. Un fait est sûr, la MiFID doit être transposée. La Chambre de Commerce désire seulement prévenir le législateur afin que soit écarté dans les dispositions d'exécution du projet de loi sous avis l'écueil de soumettre les acteurs du secteur financier à un niveau d'exigence encore plus poussé.

Le projet de loi - Portée de la transposition - Une harmonisation maximale ?

Du point de vue contenu, le projet de loi sous avis est fidèle au texte européen, tout en apportant un plus grand degré de détail réglementaire que le cadre législatif couramment en vigueur.

Dans une large mesure, les auteurs du projet de loi sous avis se sont contentés de transposer intégralement tous les principes généraux énoncés d'exécution diligente auxquels devront se conformer les entreprises d'investissement et les établissements de crédit lors de la mise en place de leur structure organisationnelle et de leurs règles de fonctionnement sur les marchés financiers dans MiFiD. Ainsi, sont introduits et renforcés notamment nombre de concepts tels que la fonction de « compliance », l'introduction des marchés MTF, les différents tests à appliquer aux clients, la « best execution », etc.

La Chambre de Commerce relève le parallélisme des règles énoncées visant les marchés réglementés et les MTF, respectivement dans la MiFiD et transposées dans le projet de loi sous avis. Elle accueille très favorablement l'égalité et la réciprocité de traitement faite en termes de conditions d'accès aux instruments financiers agréés tant sur les marchés réglementés que sur les MTF agréés dans les différents Etats membres et au Luxembourg et dont pourront bénéficier les propriétaires et opérateurs de marchés réglementés et de MTF, leurs membres et participants.

D'une manière générale, concernant les règles de transparence pré - et post-négociation, les obligations de déclaration et d'enregistrement, de secret professionnel et d'intégrité du marché, elle estime que les principes posés dans le projet de loi sous avis intégreront de manière formelle le cadre législatif et auront le mérite de s'appliquer de manière globale à tous les acteurs financiers. Cependant, en l'état actuel, la Chambre de Commerce ne peut en apprécier la portée effective car l'impact réel de la MIFID et du projet de loi sous avis ne sera connu et apprécié qu'une fois les mesures de niveau 2 traduites en droit national via un règlement grand-ducal et une fois les mesures de niveau 3 (circulaire(s) CSSF) connues. A cet égard, le projet de loi sous examen est le reflet de la MiFiD. Il s'agit d'un texte cadre qui ne prendra sa pleine signification que lorsque l'ensemble des mesures seront transposées. Le dispositif introduit cependant quelques spécificités.

Premièrement, en ce qui concerne *la concurrence et l'harmonisation des marchés*, la MiFiD manifeste effectivement le souci d'harmoniser les conditions d'exploitation des MTF de pays à pays en mettant en place des conditions d'exploitation égales entre marchés réglementés et MTF. En particulier, s'agissant de l'exploitation d'un marché réglementé, les marchés réglementés nécessitent normalement de se faire agréer par les autorités de contrôle des pays d'origine, exigence qui ne s'applique cependant pas à leurs exploitants en vertu de la MiFiD.

Le projet de loi sous avis va au-delà des exigences de la MiFID en posant le principe d'un double agrément pour le marché réglementé lui-même et pour l'opérateur de marché réglementé qui doit être agréé en tant que PSF, à condition qu'ils aient une personnalité juridique distincte du marché réglementé. Cette exigence nationale reste néanmoins conforme aux exigences de l'article 36 paragraphe 1^{er} 2^{ième} alinéa de la MiFID qui exige au moins un agrément pour le marché réglementé lui-même ou par l'opérateur de marché. D'autre part, le présent dispositif reste conforme à la MiFID qui ne garantit pas non plus le passeport européen pour les *opérateurs* de marché concernant leurs activités sur un marché réglementé.

S'agissant de l'exploitation de MTF, le projet de loi sous avis soumet néanmoins les entreprises d'investissement détentrices d'un agrément pour une autre activité d'investissement, à un agrément complémentaire concernant cette activité particulière d'investissement.

Le projet de loi sous avis réalise donc seulement une harmonisation minimum de la MiFID. Alors que celle-ci reste muette sur la nécessité d'un agrément spécifique pour les opérateurs de MTF, le projet de loi sous avis soumet aux règles luxembourgeoises de contrôle prudentiel, les opérateurs luxembourgeois de marchés réglementés opérant à partir du territoire luxembourgeois, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de pays tiers, à l'exclusion des banques et entreprises d'investissement des autres Etats membres, pour des raisons évidentes tenant au fait que ces opérateurs ont déjà fait l'objet d'un agrément dans leur pays d'origine.

Deuxièmement, *en ce qui concerne les entreprises d'investissement*, le projet de loi sous avis réalise pour l'essentiel une harmonisation minimale des conditions d'agrément de certains PSF en réaménageant la liste des entreprises d'investissement et des autres PSF. En effet, le retrait du statut d'entreprise d'investissement à certains PSF tels les dépositaires d'instruments financiers et les teneurs de registre constitue certainement une modification notoire par rapport à la situation actuelle. Mais d'une manière générale, le projet de loi, à la faveur de l'harmonisation, opère une ouverture plus large du statut d'entreprises d'investissement, par la création de nouvelles catégories de PSF, et par voie de conséquence du « *passeport européen* » en faveur des conseillers, courtiers et teneurs de marchés, les courtiers en instruments dérivés sur matières premières, les entreprises d'investissement opérant sur des MTF et les sociétés d'intermédiation financière.

La mise en œuvre de la MiFID et sa transposition dans l'ordre réglementaire national, comme les autres mesures du PASF a un coût que le client, qu'il soit professionnel ou de détail devra assumer, le coût de sa propre protection sans doute !

Impacts du projet de loi sur la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

La Chambre de Commerce tient à souligner avec force l'ampleur de l'entreprise et des défis lancés aux professionnels du secteur en vue de satisfaire aux exigences qui leur sont dès à présent assignées. Ce processus imposera en effet un effort considérable de réflexion et d'analyse obligeant les entreprises d'investissements à une mise à plat systématique de leurs règles organisationnelles et opérationnelles touchant de manière globale les opérations sur les marchés d'instruments financiers. Par conséquent, le processus législatif et réglementaire complexe qui est en route aura à n'en pas douter des répercussions économiques significatives en termes de coûts pour les professionnels en question.

Dès lors, la Chambre de Commerce est d'avis qu'il sera nécessaire pour les établissements visés de définir la marge de manœuvre qu'ils s'autorisent dans les transactions avec leurs clients, processus qui suppose au préalable une bonne connaissance de leurs propres règles de fonctionnement.

Elle estime par ailleurs que la révision du cadre normatif induite par la nécessité de s'adapter à l'évolution des conditions du marché contribuera à modifier les équilibres existants

entre petits établissements et grands groupes, ce qui à terme favorisera l'exercice de la concurrence entre entreprises de la place. Ainsi, la révision des règles organisationnelles et de conduite auxquelles seront globalement assujetties les entreprises d'investissements et les établissements de crédit sera à n'en pas douter plus contraignante et plus coûteuse pour les petits établissements. Ceux-ci se verront obligés d'affiner leur profil et leurs services afin de mieux cerner et servir les besoins de leurs clients.

A cet égard, la Chambre de Commerce anticipe le fait que les évolutions futures seront coûteuses car elles passeront par la reconversion ou la spécialisation de métiers et de services jusqu'alors exercés par ces petits établissements. Elle craint en effet que l'imposition de ces normes n'emporte avec elles certains petits établissements qui ne disposeront pas des moyens nécessaires à leur mise en œuvre. Si les grands groupes européens peuvent en effet rentabiliser les efforts qu'ils feront au niveau de leur maison mère, encore restera-t-il à en assurer le respect et le suivi. Tel n'est pas le cas des établissements de taille plus modeste ou de ceux domiciliés dans un Etat non membre de l'Union européenne.

La Chambre de Commerce redoute en effet la disparition, sous le fardeau de nouvelles obligations, des établissements de taille plus humaine offrant jusqu'à présent un service généralement de qualité, personnalisé, voire sur-mesure. Indirectement, la MiFID aura pour effet de privilégier cette approche.

Compte tenu du fait que les adaptations normatives exigées s'imposeront dès novembre 2007, la Chambre de Commerce voudrait rendre attentif le Gouvernement au fait que l'effort financier auquel devront consentir les entreprises du secteur, doit être de manière substantielle supporté au début de l'année 2007, même si les bénéfices en termes de rentabilité et de qualité du service de la clientèle ne se feront sentir qu'au terme d'une à deux années. Face à l'épreuve de réorganisation de leurs services, il est vraisemblable que les entreprises du secteur financier mobiliseront en priorité leurs efforts d'investissement dans les domaines des infrastructures informatiques et des effectifs en personnel, au détriment d'autres postes.

De surcroît, il conviendrait de souligner que les emplois qui nécessiteront d'être créés compte tenu des exigences de transposition de MiFiD seront surtout des emplois hautement qualifiés supposant l'élaboration et le développement de véritables politiques de formation qui restent à définir par les établissements et prestataires de services financiers, à l'adresse des catégories de personnels concernées.

Finalement, la concurrence des marchés mondiaux et les nouveaux défis conjoncturels, imposeront à bon nombre d'entreprises d'investissement et établissements de crédit de la place de favoriser encore davantage le développement de « niches » d'activités et de repenser par conséquent un certain nombre de métiers exercés jusqu'à présent.

Pour conclure, la Chambre de Commerce est d'avis que l'impact réel de la MiFID ne sera connu et apprécié qu'une fois que les mesures de niveau 2 contenues dans la directive d'exécution seront traduites en droit national via un règlement grand-ducal et que les dispositions de niveau 3, correspondant à l'émission de la/des circulaire (s) de la CSSF seront connues.

Ainsi, la communication et l'implication de tous les acteurs politiques et du marché aux stades liminaires de la MIFID et de ses dispositions d'exécution étaient, sont et seront la clé d'une transposition réussie pour pérenniser l'évolution favorable de la place financière.

Organisation des commentaires sous le présent avis.

Compte tenu des débats exhaustifs auxquels a donné lieu la MiFID avant l'élaboration du dispositif final, cette directive devant faire l'objet d'une transposition aussi fidèle que possible, la Chambre de Commerce se concentrera donc dans son avis sur les dispositions majeures du projet de loi sous avis.

Ainsi que l'ont clairement mentionné les auteurs du projet de loi dans l'exposé des motifs, la MiFID traite de trois champs d'activités principaux, qu'elle tente d'organiser au niveau européen par l'établissement d'un cadre de concurrence harmonisé et transfrontalier, tout en mettant un accent important sur la protection des investisseurs (les dispositions de « transparence »).

Dans le présent avis, la Chambre de Commerce choisit délibérément de développer ses commentaires autour de ces trois axes principaux, sans commenter la totalité des articles, article par article. Elle se permet également de renoncer aux commentaires d'une grande partie des dispositions concernant la coopération entre autorités de surveillance.

Commentaire des articles

Titre I - Les marchés d'instruments financiers

Concernant l'article 1^{er} - Définitions.

Article 1^{er} paragraphe 2 - Entreprises d'investissement - Agrément.

La Chambre de Commerce relève que la définition des entreprises d'investissement englobe des personnes physiques. A cet égard, cette définition ne fait que reprendre les catégories de PSF figurant déjà sous l'article 24, au chapitre II, section 2, sous-section I de la Loi.

Article 1^{er} paragraphes 1, 13 et 18 - les différents systèmes de négociation des ordres.

Les paragraphes susmentionnés sous cet article se réfèrent aux différents systèmes de négociation des ordres, en distinguant entre l'opérateur du marché, le marché réglementé agréé et le « MTF ». Le commentaire de ces articles éclaire cependant bien chacune de ces notions.

Dans ce contexte, la Chambre de Commerce insiste sur le fait qu'il est important de garder en mémoire le fait que le terme de « système » (multilatéral de négociation) englobe aussi bien les marchés fonctionnant sur une plate-forme « technique » de négociation (confrontant les ordres), que ceux fonctionnant exclusivement sur base d'un ensemble de règles auxquelles les intervenants ont choisi de se soumettre. (6^{ème} Considérant de la MiFID).

Un des axes principaux de la MiFID est de vouloir libéraliser la concurrence entre les différents marchés d'exécution des ordres – marchés réglementés, MTF et internalisation des ordres. Pour ce faire, elle établit un cadre légal décrivant les conditions de fonctionnement de ces marchés.

Chapitre 1 - Les marchés réglementés.

Concernant l'article 3 - Procédure d'agrément des marchés réglementés et de leurs opérateurs.

Alors que se pose la question de savoir si une personne physique peut obtenir le statut d'entreprise d'investissement, question amplement développée sous le Titre II, la Chambre de Commerce observe que l'article 3 paragraphe 4 du projet de loi sous examen laisse la possibilité pour un marché réglementé d'être non seulement opéré par un *opérateur de marché* mais d'être également « constitué » par une personne qui n'est pas une personne morale.

Le commentaire sous l'article 3 selon lequel dans la plupart des Etats membres dont le Luxembourg, les systèmes de négociation eux-mêmes n'ont souvent pas de *personnalité morale* mais sont opérés par des personnes morales... » laisse planer une certaine ambiguïté sur l'identité

de l'opérateur de marché qui de façon tout à fait théorique, pourrait s'identifier à une personne physique.

Du point de vue des définitions, la Chambre de Commerce relève l'utilisation d'une certaine terminologie venant utilement préciser le contenu des concepts. Tel est le cas de l'article 1^{er} paragraphe 11 et 13 du projet de loi concernant respectivement le « marché réglementé » et l'« opérateur de marché » qui recourent aux termes « gérant et/ou exploitant un marché », tandis que l'article 2 établit une distinction subtile entre les marchés réglementés et leurs opérateurs, étant précisé toutefois, sous la définition de l'opérateur de marché que celui-ci peut également être un marché réglementé.

Du point de vue des exigences en matière d'agrément, l'article 3 paragraphe 11 du projet de loi sous avis dispose que *l'établissement* d'un marché *réglementé* au Luxembourg est subordonné à un agrément écrit du Ministre ayant dans ses attributions la CSSF. *L'opérateur* d'un marché *réglementé* luxembourgeois, quant à lui, doit disposer d'un agrément en tant que PSF (article 3 paragraphe 11 du projet de loi sous avis). Cette exigence s'applique également lorsque l'opérateur de marché est la succursale luxembourgeoise d'une personne morale de droit étranger.

Il résulte de ce qui précède que l'exploitation d'un marché *réglementé* est en principe encore soumise aux seules règles nationales, à l'exception des règles qui visent l'exploitation d'un MTF. Toutefois, ainsi qu'il ressort de l'exposé des motifs du projet de loi sous avis et a contrario de l'article 18 paragraphe 1^{er} g), il convient de noter que l'agrément pour un opérateur de marché *réglementé* opérant à partir du Luxembourg couvre également l'agrément pour l'opération d'un marché MTF, ce dernier agrément faisant bénéficier, par ricochet, le marché MTF du passeport européen.

La nécessité d'un double agrément, d'une part pour l'opérateur d'un marché réglementé en tant que simple PSF, d'autre part pour le marché réglementé, a été critiquée au motif que la MiFID serait une directive d'harmonisation « maximale » ne laissant pas de marge de manœuvre à l'Etat membre qui la transpose.

Il a été argué par ailleurs que l'article 36 paragraphe 1^{er}, 3^e alinéa *in fine* de la MiFID, s'il prévoit certainement un partage d'obligations entre l'opérateur et le marché, n'exige pas pour autant un double agrément. La Chambre de Commerce se contentera de constater que l'utilisation du terme « *au moins* », au second alinéa du paragraphe 1^{er} de l'article précité de la MiFID, permet de conclure selon toute vraisemblance que le double agrément prévu par le projet de loi sous avis n'est pas en contradiction avec celle-ci.

Précision supplémentaire, s'agissant de l'agrément pour l'opérateur de marché, il est fait usage à l'article 3, paragraphe 11 du projet de loi sous avis du terme de « PSF » et non pas de celui d'« entreprise d'investissement ». Cette exigence est d'ailleurs confirmée plus avant par les articles 97 et 99 du projet de loi sous examen (articles 24-9 et 27 nouveaux de la Loi) qui soumettent l'activité d'opérateur d'un marché réglementé à un agrément en tant que PSF - en sus de l'agrément nécessaire pour le marché lui-même, tandis que le marché MTF, lui, semble devoir disposer du statut d'entreprise d'investissement - sans qu'il soit nécessaire pour l'opérateur d'un MTF de disposer d'un agrément complémentaire.

Du point de vue du passeport, il ressort de ce qui précède, en particulier des dispositions relatives aux succursales luxembourgeoises de droit étranger, que les *opérateurs* de marché ne bénéficient pas du passeport européen pour leurs activités concernant un *marché réglementé*.

Concernant les articles 10 et 11 - L'accès aux marchés réglementés.

En revanche, s'agissant des *marchés réglementés* bien que ne bénéficiant pas en réalité de tous les avantages liés au passeport, ceux-ci semblent néanmoins bénéficier d'un passeport

« *restreint et passif* ». En effet, conformément à l'article 36 paragraphes 5 et 6 de la MiFID, transposé aux articles 10 paragraphe 1^{er} du projet de loi sous avis, les Etats membres doivent permettre un accès direct ou à distance aux marchés réglementés, aux établissements de crédit ainsi qu'aux entreprises d'investissement, (« transfrontalier »).

L'article 11 alinéa 1^{er} vient préciser que les marchés réglementés agréés dans un autre Etat membre que le Luxembourg *peuvent* prendre au Luxembourg « *les dispositions appropriées en vue de permettre aux membres et participants établis dans ces Etats membres, d'adhérer ou d'accéder à distance à leurs systèmes et d'y négocier.* »

Concernant l'article 15 paragraphes 3 et 4 - Dispositions relatives aux contreparties centrales, aux organismes de compensation et aux systèmes de règlement.

Des dispositions similaires à celles contenues sous l'article 10 relatives aux marchés réglementés se retrouvent sous cet article.

La Chambre de Commerce est d'avis que cet article revêt une importance capitale, compte tenu de l'absolue nécessité d'éviter une situation comparable à celle en vigueur aux Etats-Unis où l'accès à des marchés non-US est obligatoirement filtré par des écrans (« trading screens »), conformément à l'application des règles nationales américaines.

Concernant les articles 13, 14 et 22 - Exigences de transparence pré - négociation.

La Chambre de Commerce relève que le projet de loi sous avis transpose de manière tout à fait fidèle les exigences minimum de publication énoncées conformément à l'article 29 § 1 de la MiFID, à savoir la nécessité de rendre publics les prix acheteurs et vendeurs du moment, de rendre compte de l'importance des positions de négociation exprimées à ces prix affichés par les systèmes de ces marchés pour les actions admises à la négociation, de publier ces prix à des conditions commerciales raisonnables et en continu pendant les heures normales de négociation.

De plus, ces exigences de transparence s'appliquent aussi bien aux marchés réglementés (articles 13 et 14), qu'aux MTF (article 22).

La Chambre de Commerce estime que ces exigences constituent un volet très délicat car elles exposent les établissements de crédit et les entreprises d'investissement à dévoiler leur stratégie de négociation, ce qui dans un contexte de concurrence commerciale de plus en plus sévère aura pour effet de réduire la marge de manœuvre de chacun de ces établissements vis-à-vis de leurs clientèles respectives.

Concernant la possibilité de dispense que peut accorder l'autorité de surveillance nationale selon le modèle du marché, le type ou la taille des ordres, notamment lorsque « *les transactions sont d'une taille élevée par rapport à la taille normale du marché pour les actions ou catégories d'actions concernées* », la Chambre de Commerce estime que cette disposition nécessite d'être affinée par des précisions concernant les grandeurs minima et maxima à l'intérieur desquelles devraient s'inscrire ces opérations pour bénéficier de la dispense dont question.

Concernant l'article 18 - Exploitation d'un MTF au Luxembourg.

La Chambre de Commerce relève qu'en principe les règles pour les MTF sont similaires à celles applicables aux marchés réglementés. Cependant, l'activité *d'exploitation* d'un MTF est une activité d'investissement visée à l'article 165 du projet de loi sous avis (Annexe II section A point 8 de la nouvelle version de la Loi). Cette activité peut donc en principe être exercée de plein droit par les entreprises d'investissement et les établissements de crédit luxembourgeois et étrangers.

Les règles relatives à l'exploitation d'un MTF établies sous l'article 18, paragraphes 2 et 3 du projet de loi sous avis - notification et contrôle préalable du respect des exigences eu égard au champ d'application *rationae personae* - (« *nihil obstat* » de la CSSF) ne s'appliquent qu'aux sociétés établies à Luxembourg et hors de l'Union européenne, peuvent surprendre car elles ne semblent viser que les établissements de crédit et non pas les entreprises d'investissement.

Cependant elles illustrent parfaitement l'égalité de traitement des acteurs financiers (« *level playing field* ») établi par la MiFID et le projet de loi sous avis, entre le système continental européen de banque universelle en vigueur au Luxembourg concernant l'agrément des établissements de crédit luxembourgeois qui couvre l'ensemble des activités et services énumérés aux annexes I et II de la Loi, et le système d'origine anglo-saxonne de licence « isolée » pour les activités des entreprises d'investissement.

En effet, à la question de savoir pour quelle raison une entreprise d'investissement détentrice d'un agrément pour une autre activité d'investissement, se verrait dispensée d'obtenir également un *nihil obstat* de la CSSF dans l'hypothèse où elle désirerait également compléter ces activités d'investissement par l'exploitation d'un MTF, il convient tout simplement de répondre que l'entreprise d'investissement doit obtenir un nouvel agrément en tant qu'entreprise d'investissement, le simple statut de PSF n'étant pas suffisant pour exercer cette activité.

La Chambre de Commerce relève que l'article 18 paragraphe 1 e) vise également les établissements de crédit et les entreprises d'investissement *originaires de pays tiers*, mais non les banques et entreprises d'investissement originaires d'autres Etats membres. Cette mention particulière s'agissant des *pays tiers* résulte du fait que le passeport européen interdit à la CSSF d'intervenir dans le cas d'établissements succursales de banques et entreprises d'autres Etats membres et/ou exerçant en libre prestation de services.

La procédure simplifiée du *nihil obstat* s'applique aussi à un *opérateur luxembourgeois* de marché *réglementé* (article 18 paragraphe 1 f)) désirant exploiter un MTF.

La Chambre de Commerce estime que cette règle est logique d'une part parce qu'un tel opérateur doit nécessairement disposer d'un statut de PSF en vertu des articles 3 paragraphe 11 et 99 du projet de loi sous avis (nouvel article 27 de la Loi), d'autre part parce que ces opérateurs de marchés réglementés devraient en principe, en tant que PSF, disposer de l'expérience nécessaire pour exploiter un MTF. Ainsi qu'il ressort des commentaires de l'article 18, un *nihil obstat* supplémentaire de la CSSF devrait donc en principe suffire.

A première lecture une incohérence semble s'être glissée dans ce raisonnement. Ainsi il semblerait qu'aux termes de l'article 97 du projet de loi sous avis et du nouvel article 24-9 de la Loi, les entreprises désirant exploiter un MTF *au Luxembourg* devraient obtenir le statut d'entreprise d'investissement, et non pas celui de simple PSF.

La Chambre de Commerce admet bien qu'il ne s'agit pas d'une incohérence. En effet, l'article 3 paragraphe 1 du projet de loi sous examen dispose que le *marché réglementé* lui-même doit obtenir un agrément au Luxembourg lequel se distingue de l'agrément en tant que simple PSF exigé de l'*opérateur* de marché. Cet agrément exigé *de l'opérateur* semble d'après les intentions des auteurs du projet de loi sous rubrique, couvrir en principe également l'*exploitation* du MTF (et donc exclure la nécessité de recourir à un nouvel agrément « complémentaire » pour le « marché » MTF lui-même, conformément à l'article 24-9 de la Loi, sous réserve que le *nihil obstat* de la CSSF ait été obtenu.

Cette différence de traitement au niveau des conditions de la supervision est mise en lumière sous les paragraphes 4 et 5 de l'article 18 du projet de loi sous avis qui visent les *opérateurs étrangers* de *marchés réglementés*, agréés au Luxembourg ou dans un autre Etat membre, et désirant exploiter un MTF au Luxembourg.

En effet, même si cet opérateur ne dispose pas d'une succursale au Luxembourg pour opérer sur un marché réglementé, il peut néanmoins bénéficier de la règle de simplification du *nihil obstat*. Le commentaire de l'article 18 est éloquent puisqu'il confirme qu'un *opérateur de marchés réglementés* désirant exploiter un MTF est considéré du point de vue des règles prudentielles qui lui sont applicables et du passeport européen, comme s'il bénéficiait du statut d'entreprise d'investissement. De ce point de vue, le projet de loi sous avis reflète très fidèlement l'article 5 paragraphe 2 de la MiFID.

La Chambre de Commerce avoue avoir du mal à percevoir toutes les implications pratiques, résultant de situations où des Etats autres que les Etats membres sont impliqués.

Elle avoue également ne pas pouvoir apprécier tout à fait les conséquences des dispositions relatives, premièrement à la condition d'un double agrément pour les *marchés réglementés* (agrément selon l'article 3, paragraphe 1) et leurs *opérateurs* (PSF, article 3, paragraphe 11 et article 99 du projet de loi sous examen qui en principe, ne disposent pas tous les deux du passeport européen (sauf via l'accès à distance pour les marchés), deuxièmement à la dispense d'une nouvelle licence qui est remplacée par un *nihil obstat* pour ces mêmes *opérateurs* concernant l'exploitation d'un MTF (article 18 paragraphes 3, 4 et 5 du projet de loi sous avis), enfin de l'octroi du passeport européen pour la seule activité d'exploitation de MTF, considérée comme entreprise d'investissement. Afin d'obtenir ce statut, il est tenu compte du fait que l'entreprise d'investissement qui désire exploiter un MTF doit obtenir un nouvel agrément MTF conformément à l'article 97 du projet de loi sous avis, les opérateurs de marché pouvant être les marchés eux-mêmes.

La Chambre de Commerce peut néanmoins marquer son accord avec les règles énoncées ci-avant qui assurent conformément aux objectifs de la MiFID, une égalité de traitement entre les divers intervenants. Ces dispositions permettent du point de vue de la supervision, une flexibilité maximale à la CSSF et un traitement non-discriminatoire à l'égard des intervenants sur ces marchés. De plus, la procédure de *nihil obstat* permet à la CSSF de maintenir un certain contrôle sur les activités des différents intervenants sur un MTF, y compris sur celles effectuées à partir de l'étranger.

En outre, en conformité avec les principes de passeport européen, le contrôle luxembourgeois est totalement écarté pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement exerçant à partir d'un autre Etat membre (article 18, paragraphe 2 du projet de loi sous avis et commentaires y relatifs).

Chapitre 4 - Obligations de transparence, après négociation, de déclaration et d'enregistrement et obligation au secret professionnel.

D'une manière générale, la Chambre de Commerce admet qu'avec l'introduction de la MiFID, l'information des investisseurs visée sous les articles 22 à 28 du projet de loi sous avis devient une préoccupation centrale et globale puisque ces exigences de transparence touchent simultanément les règles de traitement des ordres des clients en particulier, la communication aux clients des prix acheteurs et des prix vendeurs du moment tant avant qu'après la négociation, la communication à la CSSF par les différents intervenants des informations pertinentes en vue de sanctionner et instruire les abus de marchés.

Elle salue le fait que la MiFiD et le présent dispositif cherchent à améliorer les conditions dans lesquelles le conseil sera délivré. Elle est d'accord pour admettre que l'information à l'attention des investisseurs est perfectible. Cependant, elle exprime sa préoccupation par rapport au fait que la mise en œuvre des exigences de transparence nécessitera des investissements importants qui impliqueront un gros effort de formation, mais aussi la mise à disposition d'outils

d'aide au conseil, des changements dans le mode d'évaluation et de rémunération des vendeurs, et logiquement, une évolution de la culture d'entreprise..

Concernant l'article 26 - Obligation pour les internalisateurs systématiques en actions de rendre publics leurs prix fermes.

Cet article effectue une transposition exacte et entière de la MiFID et vise les établissements de crédit, les entreprises d'investissement de droit luxembourgeois ainsi que les succursales luxembourgeoises de ces établissements de droit étranger qui effectuent des transactions pour le compte de leurs clients, sur un marché réglementé ne dépassant pas la taille normale du marché, et pour lequel il existe un marché liquide et une demande certaine.

Par taille normale du marché, il convient d'entendre, pour chaque catégorie d'actions, la taille représentative de la moyenne arithmétique de la valeur des ordres exécutés sur le marché pour les actions se rapportant à chacune de ces catégories d'actions (article 26, paragraphe 2, 3^{ième} alinéa).

La Chambre de Commerce attend avant de se prononcer sur cet article que soient précisés par voie de règlement grand-ducal, les ordres de grandeur applicables à chacune des catégories d'actions admises à la négociation sur un marché réglementé. Parallèlement, elle estime que devraient être clarifiée la fréquence minimum avec laquelle les établissements visés doivent régulièrement rendre leurs prix publics.

D'une manière générale la Chambre de Commerce tient à faire observer que les exigences de transparence concernant l'obligation de publier des prix fermes prévues de s'imposer aux internalisateurs systématiques en actions, n'auront qu'un impact limité pour la place financière étant donné que peu d'opérations se négocient de manière systématique en actions. En revanche, si à l'avenir elles étaient étendues au marché obligataire, ces obligations pourraient considérablement alourdir le dispositif administratif interne d'exécution des ordres de clients se rapportant à un marché réglementé.

Concernant l'article 28, paragraphe 4 - Obligation de préserver l'intégrité du marché, de déclarer les transactions conclues et d'en conserver un enregistrement.

Ces dispositions décrivent de façon assez précise les informations à fournir pour assurer la transparence et s'en remettent en ce qui concerne les détails techniques à une future circulaire de CSSF.

De l'avis de la Chambre de Commerce, les règles relatives au secret professionnel lui paraissent présenter un degré de clarté suffisant. Elle choisit cependant de se prononcer définitivement sur ces questions au moment où entreront en vigueur les mesures d'application de niveau 2 prises en vertu de la Directive d'Exécution, via un règlement grand-ducal, et transposant les décisions de niveau 3 résultant des travaux du C.E.R.V.M., via les circulaires de la CSSF.

Chapitres 5 - Autorités compétentes et dispositions particulières.

Ces deux chapitres qui amendent la Loi en transposant certaines obligations découlant de la MiFID, n'appellent pas de commentaires particuliers de part de la Chambre de Commerce.

Chapitre 6 - Dispositions particulières.

Concernant l'article 37 - Tenue d'une cote officielle.

Cet article transpose la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 27 mai 2001 concernant l'admission des valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs et pose certains principes directeurs concernant les conditions générales d'admission des valeurs mobilières à la cote officielle.

Compte tenu de l'abandon du régime de la concession dont bénéficiait jusqu'à présent la Société de la Bourse de Luxembourg S.A., les dispositions relatives à la tenue d'une cote officielle figurant jusqu'à présent dans son règlement intérieur ne pourront plus être avalisées par un arrêté ministériel.

L'article 37 du projet de loi sous avis correspond à un aménagement technique devant servir de base légale à la transposition des dispositions existant actuellement dans le règlement de la Bourse, dans un futur règlement grand-ducal. Dès lors, la Chambre de Commerce choisit de se prononcer ultérieurement quant au fond sur ce prochain règlement grand-ducal qui prévoit également de transposer d'autres directives.

Concernant l'article 41 et 42 - Sanctions administratives et pénales.

L'article 41 vise désormais l'ensemble des PSF soumis à la surveillance de la CSSF, les marchés réglementés, les MTF, les opérateurs de marchés réglementés ou de MTF (lorsque ceux-ci ont une personnalité juridique distincte des premiers) ainsi que les personnels au service des établissements de crédit et entreprises d'investissement, à l'exception des administrateurs et directeurs et leurs salariés concernant des infractions à leurs obligations ou faisant obstacle à l'exercice des pouvoirs de surveillance d'inspection et d'enquête de la CSSF.

La Chambre de Commerce note que cette disposition permet ainsi de compléter le dispositif de sanctions pénales déjà prévues au terme de l'article 63 actuel de Loi qui vise en particulier les administrateurs et les directeurs agréés. Ainsi se trouve réalisé par l'article 41 du projet de loi sous avis, un dispositif unifié de sanctions, venant garantir une transposition complète de l'article 51 de la MiFID.

Outre, la possibilité de cumul des sanctions administratives et pénales, le dispositif autorise la CSSF à exercer au terme de l'article 41 paragraphe 3 un droit de suspension provisoire d'activité dispensant la CSSF d'adresser une injonction aux intervenants visés.

La Chambre de Commerce si elle est persuadée que tout l'arsenal de sanctions constitue autant d'actions dissuasives bénéfiques au bon fonctionnement des marchés, s'interroge néanmoins sur la difficulté à apprécier dans le futur de manière objective les infractions à incriminer aux acteurs du secteur financier puisque les nouvelles obligations mises à leur charge vont au-delà de simples règles déontologiques et impliquent une obligation de résultat.

Titre II – Dispositions modificatives, abrogatoires et diverses - Les entreprises d'investissement.

Comme pour le titre I, la Chambre de Commerce se limite dans cette deuxième partie à commenter les articles qui lui paraissent les plus importants.

Afin de rendre la Loi conforme à la législation européenne et plus particulièrement à la MiFiD, le projet de loi sous examen prévoit la révision de certains statuts de PSF. A cette fin, il est entre autres prévu de procéder à l'harmonisation minimale, essentielle et nécessaire des conditions d'agrément de certains PSF et à un réaménagement de la liste des entreprises d'investissement et des autres PSF.

Concernant l'article 44 – Ajout d'un nouvel article 1^{er} « Définitions » sous la Loi.

La Chambre de Commerce relève que la Loi comporte désormais un article réservé aux définitions. A ce titre, elle suggère aux auteurs du projet de loi sous avis de se reporter aux commentaires formulés dans son avis relatif à la loi 5 novembre 2006 sur la surveillance des conglomérats financiers, (document parlementaire 5520), qui soulignaient déjà l'absence d'harmonisation des termes et définitions au niveau intersectoriel.

Article 1^{er} paragraphe 4 – « Client particulier, non professionnel ».

La Chambre de Commerce désire mettre en avant le souci du secteur bancaire de ne pas se limiter à l'utilisation de la terminologie « client particulier, non professionnel », qui, tout en étant calquée sur la définition donnée par la MiFID « client de détail » (sous l'article 4 paragraphe 1, point 11) devrait pouvoir être adaptée aux attentes spécifiques de la clientèle de la banque privée.

Par conséquent, elle revendique le fait pour les banques et autres entreprises d'investissement d'être autorisées à utiliser l'expression « client privé » (et ses traductions équivalentes), dans leur communication avec ce segment de la clientèle.

Article 1^{er} paragraphe 21 b) dernier alinéa - « Liens étroits ».

La Chambre de Commerce se permet de remettre en question la définition des « *liens étroits* » qui figurait déjà aux termes de l'article 51-9, paragraphe 16 b) dernier alinéa de la Loi. D'après cette définition, constitue un lien étroit entre deux ou plusieurs personnes physiques ou morales, une situation dans laquelle ces personnes sont liées durablement à une même personne par un lien de contrôle.

Article 1^{er} paragraphe 25 - « Participation qualifiée ».

La Chambre de Commerce note que les auteurs du projet de loi sous avis ont procédé à l'ajout de cette définition sous la Loi à côté de la définition existante de « *Participation* ». Elle se permet toutefois de remettre en question les critères retenus pour définir celle-ci. Ainsi constitue une participation qualifiée le fait pour une « *...entreprise de détenir au moins dix pour cent (10%) du capital ou des droits de vote...* ». En effet, le pourcentage retenu dans cette définition ne fait pas de sens puisqu'il est inférieur à celui indiqué sous l'article 1^{er} paragraphe 24 de la Loi qui lui définit la « *Participation* » soit à partir du critère de « *....droits dans le capitalmatérialisés ou non par des titres....* » soit par la détention de manière directe ou indirecte d' « *...au moins 20% des droits de vote ou du capital d'une entreprise* ».

Concernant les articles 45 à 71.

Les modifications concernant ces articles étant mineures ou opérant un toilettage de la Loi, ces articles ne suscitent pas de commentaires particuliers de la part de la Chambre de Commerce.

Concernant l'article 72- Modification de l'article 13 de la Loi.

La Chambre de Commerce marque son accord concernant l'ajout sous l'article 13 paragraphe 1^{er} de la Loi des personnes physiques résidant à l'étranger, celles-ci pouvant désormais accéder au statut de PSF au Luxembourg, à condition toutefois d'exercer effectivement leur activité et d'avoir leur administration centrale au Luxembourg.

Elle relève d'autre part que le projet de loi sous avis reprend fidèlement les exclusions obligatoires du champ d'application de la définition d'entreprises d'investissement prévues par la MiFID (article 2 paragraphe 1^{er}), à l'exception des points a) (les établissements de crédit), p) (les SICAR ainsi que leurs dépositaires et gestionnaires), q) (les organismes de titrisation et leurs représentants fiduciaires), et r) (les personnes dont l'activité est régie par des lois particulières). Ces ajouts suscitent l'accord de la Chambre de Commerce.

Concernant l'article 73 - Modification de l'article 14 paragraphe 1 de la Loi – La nécessité d'un agrément pour les PSF.

La modification du point 1 de l'article 14 a pour effet d'étendre aux « *activités connexes ou complémentaires du secteur financier* », le champ des activités réglementées dont l'exercice fait l'objet d'un agrément préalable de la CSSF.

La Chambre de Commerce apprécie favorablement cette évolution car elle est porteuse de répercussions économiques positives pour ces professionnels. En effet, une extension du périmètre du statut de PSF est ainsi opérée par cet ajout en faveur d'activités connexes ou complémentaires du secteur financier, habituellement couvertes par une catégorie de professionnels ci-après désignée (les « PSF de support »).

Elle tempère néanmoins son enthousiasme en rappelant que ce statut implique également de la part des dits professionnels, l'obligation de se conformer à des exigences de qualité dans leurs prestations ainsi qu'aux standards et procédures normalement appréciés des clients du secteur bancaire et faisant l'objet d'une supervision prudentielle. De ce point de vue, elle est soucieuse de la nécessité pour les PSF de support de faire preuve de pragmatisme afin de pouvoir à l'avenir s'aligner sur les exigences opérationnelles et réglementaires.

Concernant l'article 77 – Modification de l'article 15 paragraphe 6 de la Loi.

L'ajout d'une seconde phrase sous cet article pointe le fait que les agréments accordés aux entreprises d'investissement sont spécifiques aux activités d'investissement pour lesquelles l'agrément a été demandé. Il en résulte d'une part que l'entreprise d'investissement ou le PSF agréé ne l'est que pour l'activité demandée et d'autre part que la mise en conformité se fera en fonction de l'agrément le plus large et pour toutes les activités que le PSF recouvre.

Concernant les articles 88 et 90 à 93 – Ajout sous l'article 19 paragraphe 3 et modification de l'article 20 paragraphes 1 et 2 de la Loi.

La Chambre de Commerce est d'avis que les dispositions contenues dans ces articles et qui visent une réduction des exigences en matière d'assises financières sont de nature à soulever quelques questions concernant l'égalité de traitement « *level playing field* » entre entreprises d'investissement et PSF d'une part et établissements de crédit, d'autre part. Néanmoins, elle estime que ces modifications peuvent être tolérées dans la mesure où elles sont induites par des contraintes de compétition avec les entreprises d'autres Etats membres.

Concernant les articles 97 à 99 – Mise en place d'un passeport européen unique.

La MiFID et le projet de loi sous avis visent à harmoniser les conditions d'agrément et d'exercice des entreprises d'investissement, le respect de ces conditions constituant un préalable nécessaire à la délivrance d'un « *passeport européen* ». Les entreprises d'investissement se voient ainsi autorisées à opérer dans toute l'UE par le biais d'une succursale ou en libre prestation de service (LPS) sur base d'un agrément unique délivré dans l'Etat membre d'origine et sous la surveillance de l'autorité de contrôle de cet Etat, sous réserve du respect de certaines exigences en matière de composition de l'actionnariat, d'adhésion à un système d'indemnisation des investisseurs, de dotation initiale en capital et surtout d'organisation.

En outre, la MiFID innove dans le domaine de l'activité transfrontalière, élargissant le statut de PSF aux opérations réalisées par des entreprises d'investissement sur des MTF.

La Chambre de Commerce accueille favorablement l'abolition de la notion de service d'investissement au profit de celle d'activités et services d'investissement (Annexe II du projet de loi sous avis). En effet, elle se réjouit de l'extension de la notion de *passeport* aux entreprises

d'investissement, concept bien connu dès le début des années quatre-vingt dans d'autres domaines de la réglementation financière européenne et nationale et de ses bénéficiaires, à savoir l'ouverture des entreprises d'investissement à la concurrence des marchés financiers.

Les articles 97 à 99 du projet de loi sous avis concernent les transferts d'un nombre important de PSF entre les catégories d'entreprises d'investissement et de PSF. D'une manière générale la Chambre de Commerce voudrait relever que de tels transferts de statut sont tout d'abord à apprécier au regard de l'accession ou non d'une activité au passeport européen. Cependant, ces transferts ont également des conséquences sur l'adhésion des entreprises d'investissement et/ou des PSF au système de garantie des investisseurs offert au travers de l'Association pour la Garantie des Dépôts, Luxembourg, (« AGDL »).

A ce sujet, la Chambre de Commerce souhaiterait faire remarquer que ce système, destiné à garantir et assurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers, ne se prête guère à des fluctuations importantes au niveau de ses adhérents. L'article 98 du projet de loi sous avis qui fait de l'adhésion à ce système une condition de l'agrément témoigne de l'importance de cette institution.

Article 24 nouveau de la Loi - Les conseillers en investissement.

Article 24 paragraphe 1

La Chambre de Commerce constate avec satisfaction que cette disposition fournit une définition générique du conseil en investissement. Ainsi, sont réputés satisfaire à cette définition, les conseillers en investissement dont *« l'activité consiste à fournir des recommandations personnalisées à un client, soit de leur propre initiative, soit à la demande de ce client, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers »*.

Article 24 paragraphe 5

Cet article est surtout intéressant car il délimite le champ d'application des dispositions de la MiFID et définit ce qu'est une activité de conseil, en distinguant de façon assez claire entre les recommandations générales et les recommandations personnalisées.

Articles 24-1 à 24-7.

Hormis les remarques introductives formulées ci-avant concernant les changements de statut de simple PSF à celui d'entreprise d'investissement pour les entreprises visées par ces futurs articles de la Loi, la Chambre de Commerce n'a pas d'autres commentaires particuliers.

Elle observe en outre que les dispositions de la MiFID et du projet de loi sous avis concernant les conseillers en investissement et les courtiers en instruments financiers coïncident exactement. En effet, le projet de loi sous avis intègre ces deux activités à la liste des services d'investissement en tant qu'activités réglementées, justifiant du même coup l'octroi du passeport européen.

Article 24-1 - Les courtiers en instruments financiers.

La Chambre de Commerce admet que le changement de dénomination de « courtier » sous l'article 26 actuel de la Loi au profit de « courtiers en instruments financiers » opérée par cette disposition, traduit d'une part la volonté de dissocier cette activité de celle des agents d'assurance, d'autre part le souci d'accentuer la surveillance prudentielle sur cette profession.

Concernant ce dernier aspect, elle admet que le rôle du courtier, bien que se limitant à la simple réception et transmission d'ordres à l'exclusion de la détention de fonds ou d'instruments financiers pour le compte de clients, consiste néanmoins en la prestation d'un service d'investissement, ce qui suppose la prise de risques liés au courtage de ces mêmes instruments et partant une connaissance et une évaluation financière nécessaires de la situation particulière des clients.

Pour ce qui relève en particulier de l'activité des courtiers en instruments dérivés sur matières premières, (« securities derivatives dealers ») visés sous l'Annexe II du projet de loi sous avis, section B, point 5, 6 et 7, la Chambre de Commerce estime que l'exigence de nouvelles règles prudentielles et de capital initial n'auront que peu d'impact sur l'exercice de cette activité compte tenu du volume réduit de ce marché, au Luxembourg.

La Chambre de Commerce prend note de l'ouverture opérée par l'article 24 qui accorde désormais à certains PSF- conseillers en investissement, courtiers en instruments financiers et sociétés d'intermédiation financière - la possibilité de distribuer également des produits d'assurance.

A cet égard, elle rappelle que la directive sur l'intermédiation d'assurances 2002/92/CE du Parlement et du Conseil du 9 décembre 2002, transposée par la loi du 13 juillet 2005 dans la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances, constitue un cadre juridique spécifique prévu de s'appliquer aux agents d'assurance, de réassurance et aux intermédiaires d'assurance liés, à savoir « *les personnes exerçant une activité d'intermédiation en assurance au nom et pour le compte d'une ou plusieurs compagnies d'assurance* mais également à toute personne exerçant cette activité « *complémentairement à son activité professionnelle principale* » et à la condition que l'agent lié ne perçoive ni les primes ni les sommes versées aux clients (*article 2 paragraphe 7, 1^{er} et 2^{ème} alinéas.*)

Compte tenu de la préexistence de ce cadre juridique européen et national spécifique évoqué ci-avant, la Chambre de Commerce estime qu'étant donné que les dispositions de la loi du 13 juillet 2005 sur le secteur des assurances créent des obligations légales incombant normalement aux intermédiaires d'assurances, il est donc logique qu'elles s'imposent également aux nouveaux intervenants visés par l'article 97 du projet de loi sous avis et modifiant l'article 24-1 de la Loi.

En effet, l'activité d'intermédiation en assurance est strictement réglementée afin de garantir un haut degré de professionnalisme et ce, dans un souci de protection des consommateurs. La loi du 13 juillet 2005 qui modifie la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances, précise les exigences à remplir par les intermédiaires, ainsi que les devoirs leur incombant. Ainsi, les intermédiaires doivent disposer des connaissances professionnelles en matière d'intermédiation d'assurances, justifier de la moralité et de l'honorabilité professionnelle requises. Ils sont également soumis à une obligation d'information précontractuelle envers leurs clients.

De plus, étant donné que selon la loi qui régit leur statut, les obligations professionnelles imposées aux intermédiaires d'assurance dépendent de leur statut légal et varient sensiblement en fonction de ce dernier, le conseiller en investissement qui distribue également des produits d'assurance devra spécifier s'il opère comme agent d'assurance, sous courtier ou courtier puisque ces activités obéissent à des statuts différents.

La Chambre de Commerce insiste pour que le conseiller en investissement qui distribue également des produits d'assurance ne puisse pas se dérober à cette réglementation et qu'il satisfasse strictement aux mêmes obligations légales que les intermédiaires d'assurance dont le statut est régi par la loi du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances. Dans le cas contraire

les dispositions de la directive « intermédiation en assurances » seraient bafouées de façon flagrante.

En vue de garantir une transposition cohérente de la directive susmentionnée, la Chambre de Commerce propose le libellé suivant sous l'article 97 du projet de loi sous avis, modifiant l'article 24 de la Loi, 4^{ième} paragraphe, 4^{ème} alinéa:

« Lorsque le conseiller en investissement est également immatriculé au titre de la directive 2002/92/CE du Parlement Européen et du Conseil du 9 décembre 2002 sur l'intermédiation en assurance, il doit satisfaire aux conditions et exigences établies par la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et doit en particulier disposer : »

Partant, elle conclut que le même texte devrait être reproduit aux articles 24-1 et 24-8 de la Loi.

Subsidiairement, en vue de garantir un contrôle uniforme des activités d'intermédiation faites sur le territoire du Grand-Duché de Luxembourg ou à partir de ce dernier, la Chambre de Commerce est d'avis qu'il conviendrait d'indiquer dans le dispositif du projet de loi sous avis que les PSF désirant exercer des activités d'intermédiation en assurance peuvent en outre solliciter un agrément pour cette activité spécifique conformément à la partie IV de la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et d'éliminer pour les articles 24, 24-1 et 24-8 toute autre référence à l'activité d'assurances. De cette manière la question du contrôle continu de l'activité d'intermédiation serait aussi résolue.

Elle se permet de relever que le texte actuel ne fait référence à la CSSF et à l'ACA que pour l'instruction du dossier d'agrément, sans toutefois s'exprimer sur l'autorité ou les autorités qui devraient assumer le contrôle de l'activité d'intermédiation d'assurances des conseillers en investissements.

Ainsi concernant l'octroi d'agrément aux conseillers et courtiers en investissement désireux d'exercer des activités d'intermédiation en assurance, il serait logique voire nécessaire de clarifier si de nouvelles notifications sont à adresser par l'autorité de contrôle du pays d'origine à l'autorité du pays d'accueil et s'il est prévu, le cas échéant, qu'un nouvel agrément soit délivré en faveur des intermédiaires en assurance exerçant déjà cette activité.

Article 24-8 - Les sociétés d'intermédiation financière.

La Chambre de Commerce note la création d'une nouvelle catégorie d'entreprise d'investissement, les sociétés d'intermédiation financière dont le statut est inspiré des « Independent Financial Advisers » existant au Royaume-Uni et en Allemagne.

Elle approuve expressément cette initiative novatrice des auteurs du projet de loi.. Toutefois, elle craint que cette catégorie d'acteurs ne soit exclue de l'application de la MiFID au Royaume-Uni ou que si application il y a, elle ne soit que partielle. Dans la perspective de la création d'un espace juridique européen harmonisé, (« level playing field »), la Chambre de Commerce voudrait émettre une réserve en faisant remarquer que leur statut devrait être similaire tant en ce qui concerne la forme que la pratique, à ce qui est pratiqué sur les autres marchés européens.

Articles 24-8 et 24-9 - Les entreprises d'investissement exploitant un MTF au Luxembourg.

La Chambre de Commerce se permet de renvoyer aux commentaires formulés antérieurement sous l'article 74 du projet de loi sous avis en ce qui concerne les sociétés d'intermédiation financière et sous le Titre I, chapitre 2 en ce qui concerne les entreprises d'investissement exploitant un MTF.

Concernant l'article 99 – Article 25 nouveau de la Loi – Les agents teneurs de registre.

La Chambre de Commerce note la modification du libellé de cette activité à savoir la suppression de l'activité de transfert, réception et ordres des clients jusqu'à présent normalement attachée à celle de teneur du registre. Cette modification implique en effet le retrait du statut d'entreprise d'investissement et par voie de conséquence, celui du passeport européen, ces agents devenant de simples PSF autres que des entreprises d'investissement.

S'agissant du transfert de catégorie, la Chambre de Commerce ne montre pas d'inquiétudes par rapport à l'égalité de traitement « level playing field » entre d'une part les établissements de crédit et les entreprises d'investissement et, d'autre part les agents de registre. Ce transfert semble en fait être motivé par des considérations compréhensibles de compétition avec d'autres centres financiers, notamment l'Angleterre qui exclurait également ces PSF de la catégorie des entreprises d'investissement.

Cependant, du moins selon une certaine lecture, les agents de transfert et de registre exercent et ont exercé dans le passé l'activité de « réception, transmission et d'exécution d'ordres » correspondant aux deux premières activités d'investissement énumérées à la section A de l'annexe I de la MiFiD (article 165 du projet de loi sous avis).

A ce propos, la Chambre de Commerce rappelle que jusqu'en 2003 (la loi du 2 août 2003 modifiant la Loi et portant modification de la loi modifiée du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés), les agents de transfert et de registre étaient considérés comme des simples mandataires des fonds d'investissements pour la tenue du registre des actionnaires, approche longtemps maintenue et ce, en dépit du fait que la circulaire CSSF n° 91/75 sous son Chapitre D, point II, précise que « *l'agent de transfert et de registre d'OPC reçoit les ordres portant sur des parts d'OPC soit directement des investisseurs, soit de façon indirecte à travers les distributeurs ...* ». Or, cette position a été abandonnée en 2003, les agents de transfert et de registre sont devenus des entreprises d'investissement. Cette modification était justifiée notamment par le fait qu'ils exécutaient des ordres. Les commentaires des articles de la loi du 2 août 2003 décrivent les raisons qui ont conduit à ce changement.

La Chambre de Commerce admet d'autre part qu'en pratique, la plupart des agents de transfert ne reçoivent, transmettent et exécutent que très rarement des ordres provenant directement des investisseurs, mais effectuent de telles transactions quasi exclusivement sur base d'un ordre du promoteur ou du distributeur du fonds, lequel agit au nom de l'investisseur.

En conséquence, l'interprétation des points 1 et 2 de la section A de l'annexe I de la MiFiD, ces points visant exclusivement des ordres provenant de la clientèle, a certes sa justification, tout comme l'argument de « *l'accessoire nécessaire* » (des exécutions d'ordres par rapport à l'activité de tenue de registre) contenu dans le commentaire des articles du projet de loi sous avis.

Néanmoins, elle se permet de souligner que la directive sur les systèmes de garantie des dépôts 94/19/CE qui impose à tous les États membres l'obligation d'établir un système d'indemnisation des déposants (« la directive garantie de dépôts »), utilise exactement la même définition de l'« activité d'investissement » que la , si bien que dans ce contexte, c'est la perception de l'investisseur (qui peut souvent recevoir la confirmation de son investissement directement de l'agent de transfert) qui prévaut clairement.

Dans la mesure où les agents de transfert et de registre ont effectivement été des entreprises d'investissement, du moins pendant les trois dernières années et de ce fait, membres de l'AGDL au cours de cette période, la Chambre de Commerce s'interroge s'il ne serait pas préférable d'exclure complètement toute activité d'investissement, même accessoire, du statut des

agents de registre, pour des raisons de transparence vis-à-vis de l'investisseur qui lui n'est pas protégé par le système de garantie de dépôt contre une défaillance de l'agent de transfert.

De manière subsidiaire, elle soulève la question d'une possible ambiguïté, s'agissant du rôle assigné à l'agent de registre. En effet, comment justifier vis-à-vis d'un investisseur, d'une part que ses parts de fonds d'investissement sont garanties contre une défaillance de la banque/de l'entreprise d'investissement, lorsqu'elles sont placées en dépôt auprès d'une banque ou d'une entreprise d'investissement, d'autre part que ces mêmes parts ne sont pas protégées contre un sinistre au niveau de l'agent de registre ?

Eu égard à cette interrogation, la Chambre de Commerce s'autorise deux réponses. En effet, soit les agents de transfert et de registre demeurent des entreprises d'investissement et bénéficient du passeport européen et s'obligent à des règles de conduite assurant une protection adéquate des investisseurs, soit ils se limitent à un rôle de mandataire de fonds, n'exercent aucune activité d'investissement et, pierre angulaire de ce débat, n'entretiennent aucune relation directe avec des clients détenteurs de parts.

Si le législateur choisit, comme le projet de loi sous avis le prévoit, de créer des agents de registre qui ne sont pas des entreprises d'investissement, la Chambre de Commerce est d'avis que l'article 25 paragraphe 1 qui, dans sa version actuelle dispose : « *La tenue du registre comprend la réception et l'exécution d'ordres relatifs à tels instruments financiers, dont ils constituent l'accessoire nécessaire.* », devrait être clarifié afin que ces professionnels s'en tiennent à cette activité et surtout, dans un souci de transparence vis - à - vis des investisseurs, que les limites de leurs activités leur soient clairement communiquées afin qu'ils ne se méprennent pas sur l'identité réelle de leur contrepartie.

Néanmoins, au delà de toute considération organisationnelle et de conformité, la Chambre de Commerce est consciente du fait que dans un environnement futur de concurrence croissante et aiguë des marchés et des bourses, l'abandon d'une partie de leurs fonctions, pourrait signifier pour le Luxembourg le risque de voir la place financière de Dublin offrir le statut d'entreprise d'investissement à ces agents en vue d'une possible délocalisation.

Concernant l'article 99 – Ajout d'un article 26 nouveau sous la Loi – Les dépositaires professionnels d'instruments financiers.

Cette disposition qui abroge l'article 24, F) actuel de la Loi a pour effet de retirer à cette catégorie de PSF le statut d'entreprises d'investissement et par conséquent, le bénéfice du passeport européen. Simultanément la condition d'assises financières suffisantes pour l'octroi d'un agrément est réduite d'un minimum de € 2.500.000 à 730.000 €.

La modification proposée n'appelle pas de commentaires particuliers de la part de la Chambre de Commerce.

Concernant l'article 99 – Ajout d'un article 27 nouveau sous la Loi - Les opérateurs de marché réglementé agréés au Luxembourg.

La Chambre de Commerce se permet de renvoyer aux commentaires faits antérieurement au Titre I, chapitres 1 et 2 du projet de loi sous avis.

Concernant l'article 107 – Modification de l'article 29-1 de la Loi - Agents de communication à la clientèle.

Cette disposition prévoit l'ajout de deux activités au niveau des agents de communication à la clientèle :

- (i) la destruction de documents, et
- (ii) la gestion de courrier donnant accès à des données confidentielles.

Si cet ajout n'appelle pas de commentaires particuliers, pour autant, cet article prévoit par ailleurs une réduction des exigences en matière d'assises financières minimales de EUR 370.000,- à EUR 50.000,-.

La Chambre de Commerce estime la réduction des exigences de capital minimal par les agents de communication à la clientèle inopportune, sinon exagérée. Elle demande donc que les exigences actuelles en matière de capital minimum des agents de communication à la clientèle soient maintenues, sinon réduites dans de plus justes proportions afin de maintenir un certain niveau de sécurité et de confiance aux co contractants des agents de communication à la clientèle. Une réduction à EUR 50.000,- n'est en aucun cas acceptable.

Concernant l'article 108 – Modification de l'article 29-2 paragraphe 1^{er}, 2^{ième} alinéa de la Loi - Agents administratifs du secteur financier.

Le projet de loi sous examen vise à clarifier les activités visées par le statut d'agent administratif du secteur financier. C'est ainsi que l'article 108 du projet de loi sous avis modifiant l'article 29-2 de la Loi exclut expressément dudit statut « *les prestations techniques qui ne sont pas susceptibles d'avoir un impact sur l'activité professionnelle du donneur d'ordre* ». Notamment les entreprises de nettoyage ou la gestion des ressources humaines seront partant exclues.

La Chambre de Commerce précise que cette nouvelle disposition n'empêcherait pas les établissements de crédit d'imposer au prestataire de disposer d'un statut de PSF de support pour des services qui n'en requièrent pas.

Concernant les articles 110 et 111 - Modification de l'article 29-3 de la Loi et ajout d'un nouvel article 29-4 – Les opérateurs de systèmes informatiques primaires et secondaires du secteur financier.

La Chambre de Commerce constate que les changements proposés par le projet de loi sous avis au cadre légal relatif aux PSF et notamment aux articles 110 et 111 relatifs aux PSF opérateurs de systèmes informatiques et de réseaux de communication (ci-après, les « OSIRC ») résultent de l'expérience acquise par la CSSF dans le cadre de l'instruction des dossiers d'agrément, de l'exercice de sa mission de surveillance ainsi que de demandes de précisions à propos de textes légaux qui lui ont été soumis depuis leur entrée en vigueur.

L'expérience faite par la CSSF avec les PSF de support et leurs clients a démontré la nécessité d'apporter des changements aux dispositions légales actuelles en vue d'atteindre les objectifs initiaux de la Loi. Il s'agit d'une part de permettre aux établissements de crédit d'externaliser tout ou partie de leur dispositif informatique à des spécialistes du métier à des conditions économiques avantageuses, tout en profitant de services présentant un niveau de qualité élevé, d'autre part de promouvoir une nouvelle activité économique dans les domaines des technologies de l'information et de la communication (TIC). Ce dernier objectif s'intègre par ailleurs parfaitement dans la stratégie de diversification économique poursuivie par le Gouvernement.

La Chambre de Commerce constate avec satisfaction que le projet de loi sous avis permet l'externalisation de certaines activités au secteur des assurances et réassurances. En effet, les assureurs et l'Association des PSF de support (ci-après l'« APSFS ») ayant appelé de leurs vœux cette possibilité de sous-traitance, elle se félicite de la flexibilité supplémentaire apportée au niveau de l'extension de l'activité des OSIRC au secteur des entreprises d'assurance et de réassurance et par voie de conséquence, de la mise sur un pied d'égalité de ce secteur avec le secteur bancaire. Elle soutient donc sans réserve l'abandon de la condition de limitation au secteur

financier des services prestés par un OSIRC et la clarification des exigences relatives aux personnes chargées de la gestion des OSIRC.

1. La division du statut unique d'OSIRC en deux statuts différents.

Les articles 110 et 111 qui modifient l'article 29-3 de la Loi et insèrent un nouvel article 29-4, prévoient la division du statut unique d'OSIRC actuel en deux statuts différents:

- (i) le statut d'opérateur de systèmes informatiques primaire du secteur financier (ci-après, les « Opérateurs Primaires »), et
- (ii) le statut d'opérateur de systèmes informatiques secondaire et de réseaux de communication du secteur financier (ci-après, les « Opérateurs Secondaires »).

Les commentaires des articles du projet de loi sous avis fournissent une explication sur l'application de la devise « qui peut le plus, peut le moins » en vertu de laquelle les Opérateurs Primaires seront désormais autorisés de plein droit à exercer les activités réglementées des Opérateurs Secondaires.

La Chambre de Commerce note que les auteurs du projet de loi entend ainsi réduire les exigences réglementaires afin d'accéder au statut d'Opérateur Secondaire, tout en maintenant des exigences plus élevées pour les Opérateurs Primaires offrant des services informatiques ayant trait à l'activité essentielle des institutions (c'est à dire l'établissement des situations comptables et des états financiers) qui y recourent.,.

Elle revendique donc la suppression de l'article 111 qui vise la création et la réglementation du statut d'Opérateur Secondaire. Pour appuyer cette thèse, elle fait tout d'abord remarquer que sous le régime actuel simplifié qui reflète l'unité du statut d'OSIRC, il est déjà difficile de tracer exactement la limite entre les demandes de prestations nécessitant le recours à un OSIRC et celles pour lesquelles il est possible de faire appel à un prestataire classique de services informatiques.

En effet, dans la pratique afin d'écartier toute difficulté de définition de contenu des prestations, beaucoup de banques préfèrent imposer à leurs prestataires d'opter en faveur du statut de PSF, ceci même dans les cas où les activités prestées n'exigent pas en réalité ce statut.

En outre, d'un point de vue opérationnel, force est d'admettre qu'aujourd'hui il existe une interaction extrêmement complexe et incontournable des systèmes informatiques du fait de leur organisation en réseaux.

La Chambre de Commerce reconnaît que la distinction entre Opérateurs Primaires et Opérateurs Secondaires permet certes de faire la distinction entre d'une part les services informatiques relatifs à l'activité essentielle des établissements preneurs de tels services - à savoir le traitement des situations comptables et des états financiers, pour lesquels il existe un véritable risque opérationnel - et l'exploitation et la maintenance des systèmes périphériques dont l'impact sur le logiciel comptable et financier est moindre et dont les agents obéissent à des contraintes réglementaires moins strictes, d'autre part.

Pour autant, la Chambre de Commerce déplore le fait que pour autant, la création de la catégorie d'Opérateur Secondaire, ne parvient toutefois pas à clarifier un certain nombre de zones grises concernant des activités annexes dont l'appréhension reste subjective, le critère de scission entre activité primaire et secondaire étant extrêmement difficile à opérer. En outre, cette nouvelle distinction n'apporte aucune précision s'agissant de la différence entre des services du type «secondaire » et ceux qui n'exigeraient aucun agrément.

En revanche, ladite distinction et les modifications proposées apportent une restriction nouvelle que la Chambre de Commerce ne peut soutenir. En effet, d'après le texte proposé, les Opérateurs Primaires peuvent exclusivement intervenir sur le dispositif informatique propre de l'institution concernée, sans avoir la possibilité de mettre un dispositif informatique à disposition.

La Chambre de Commerce est d'avis que le nouveau texte devrait être clarifié afin de rendre compte de l'obligation pour certains PSF de changer, voire d'abandonner les services actuellement proposés à certains clients.

Elle constate par ailleurs que les dispositions proposées relatives à cette nouvelle catégorie de PSF sont incomplètes, le texte restant muet sur la question de dispositions transitoires.

Pour conclure, la Chambre de Commerce considère que cette catégorie supplémentaire aura pour effet de créer une ambiguïté de fait qui pourrait tout simplement rendre ce statut inapplicable. En subdivisant le statut d'OSIRC, le législateur introduit manifestement une complexité supplémentaire et inopportune, la subdivision en deux catégories n'étant pas à son avis de nature à minimiser les risques opérationnels, ce qui semble constituer l'essentiel de la demande des clients.

Par conséquent, la réduction des capitaux minima devrait suffire amplement pour permettre l'accès d'une quantité plus importante de sociétés prestataires de services informatiques au statut de PSF. Un statut PSF qui se veut être crédible, en particulier dans un contexte potentiel d'ouverture des marchés et d'exportation, se doit de rester simple à l'implémentation. Faute de remplir cette condition, il risque même de s'avérer contreproductif à une libéralisation du marché visé.

2. La réduction des exigences en matière de capital minimum.

L'article 29-3 de la Loi exige actuellement un capital minimum de € 1.500.000,- pour obtenir l'agrément en tant que PSF de support.

Le projet de loi sous avis entend réduire ces exigences à € 370.000,- pour les Opérateurs Primaires, et à € 50.000,- pour les Opérateurs Secondaires.

L'exigence que l'OSIRC soit une personne morale reste cependant inchangée pour les deux catégories.

La Chambre de Commerce estime qu'une diminution d'un facteur quatre en matière de capital minimum devrait largement suffire pour faciliter l'obtention de l'agrément, attirer les sociétés spécialisées au Luxembourg et donc libéraliser l'accès à ce marché. La nécessité d'une réduction du capital exigé à € 50.000,- pour les Opérateurs Secondaires s'avère partant caduque au vu de la revendication de suppression pure et simple de l'article 111 du projet de loi sous avis.

L'article 92 du projet de loi sous avis modifiant l'article 20 paragraphe 3 de la Loi, confirme et rend légalement applicable une pratique actuelle de la CSSF consistant à considérer qu'en cas de cumul de plusieurs statuts de PSF, les assises financières doivent correspondre au moins au montant du capital le plus élevé parmi ces statuts.

Si la Chambre de Commerce peut marquer son accord sur une réduction des exigences en matière de capital, il lui semble cependant impératif de maintenir un niveau élevé d'exigences afin de maintenir les prestations fournies par les OSIRC à haut niveau de professionnalisme.

En effet, suite à la libéralisation de l'accès des OSIRC au statut de PSF, les OSIRC ont dû réaliser des investissements considérables afin de se conformer aux standards du secteur financier dont les coûts sont récurrents : mise en place de systèmes et de procédures, éducation et formation des personnels, audits. La Chambre de Commerce est donc d'avis que l'accent devrait être mis sur la gestion et le contrôle des risques opérationnels par les PSF de support sur

base de règles se rapportant à des dispositifs de gouvernance interne des PSF, mieux définis qu'aujourd'hui, ceci en vue de compenser la réduction des exigences en matière de capital.

La Chambre de Commerce ne s'oppose pas à une libéralisation du capital exigé des OSIRC pour accéder au statut de PSF mais plaide en faveur d'un juste équilibre entre la libéralisation du capital et le contrôle prudentiel. Afin de garantir impérativement l'attractivité du secteur et propulser cette catégorie de PSF vers la conquête de marchés exogènes, il lui paraît indispensable de renforcer en priorité la qualité et la sécurité des services informatiques actuellement offerts par la place financière pour en définitive, valoriser le statut de ces PSF.

3. *La gouvernance d'entreprise*

La Chambre de Commerce prend bonne note de la volonté politique nationale de libéralisation du secteur des services financiers, et particulièrement des services des PSF de support alors que les dispositions du projet de loi sous avis relatives à cette catégorie de PSF ne constituent nullement une transposition de la MiFID ou d'une autre réglementation européenne requérant une transposition en droit national. En effet les PSF de support ne figurent pas dans le champ d'application de la , puisque l'activité visée n'apparaît ni sous la section A « Services et activités d'investissement », ni sous la section B « Services auxiliaires » de l'Annexe I de la directive en question.

La Chambre de Commerce ne s'oppose pas à une telle libéralisation mais plaide dans un esprit d'équilibre entre libéralisation des barrières d'entrée et contrôle prudentiel, en faveur de la mise à disposition par la CSSF de règles prudentielles plus claires et plus cohérentes que celles actuellement en vigueur, en vue d'accompagner le dispositif de contrôle.

Elle encourage donc la CSSF à clarifier aussi souvent que nécessaire les règles d'organisation interne relatives aux dispositifs informatiques internes des PSF de support en vue de leur mise en conformité par rapport au cadre législatif et réglementaire existant.

Dans ce contexte, elle tient à faire remarquer le fait que les OSIRC ont réalisé ces dernières années des investissements considérables en matière de gestion des risques, afin de se conformer aux standards. Cette gestion des risques intensifiée a influencé favorablement la qualité des prestations dont le niveau élevé s'impose de par leur nature particulièrement sensible.

La Chambre de Commerce considère d'autre part que les présentes dispositions concernant les PSF de support s'intègrent dans une approche visant à inclure en général les prestataires de services dans une gestion réglementée des risques de la place financière luxembourgeoise. Celles - ci sont en lien avec l'actualité permanente portant sur la question de la gouvernance d'entreprise, inscrite depuis plusieurs années à l'agenda européen et international.

Dans ce contexte, elle encourage la CSSF à davantage définir et clarifier les règles prudentielles applicables aux OSIRC. Ce processus aurait le mérite de valoriser les investissements déjà réalisés par ces professionnels ainsi que d'entretenir un rapport direct avec les valeurs décisionnelles affichées par leurs clients du secteur financier et de celui des assurances. De cette manière serait ainsi réalisée la convergence entre une réelle compréhension des implications opérationnelles de l'octroi d'un agrément en tant que PSF et leur capacité de se conformer aux règles de prudentielles et de gouvernance d'entreprise.

4. *La clarification des exigences relatives aux personnes chargées de la gestion des OSIRC.*

L'article 29-3 (5) de la Loi en sa version actuelle prévoit tout simplement que la condition d'agrément de l'article 19 (2) de la Loi, applicable à tout PSF, ne s'applique pas aux OSIRC.

L'article 19 (2) de la Loi prévoit que les personnes chargées de la gestion des PSF:

- (i) doivent être habilitées à déterminer effectivement l'orientation de l'activité, et
- (ii) doivent posséder une expérience professionnelle adéquate par le fait d'avoir déjà exercé des activités analogues à un niveau élevé de responsabilité et d'autonomie.

Le projet de Loi sous avis précise que seule la seconde exigence, relative à l'expérience professionnelle, n'est pas exigée pour les Opérateurs Primaires et les Opérateurs Secondaires, alors que la première, relative à l'habilitation à déterminer effectivement l'orientation de l'activité, demeure bien applicable.

La Chambre de Commerce revendique la mise en place d'une procédure qui retient des critères minima d'expérience professionnelle adéquate dans le domaine d'activité des PSF de support et renvoie aux commentaires faits sous le point 2 du présent avis sur les exigences en matière de gestion de risques opérationnels.

5. *L'extension au secteur des assurances et réassurances.*

L'article 29-3 de la Loi limite actuellement la liste des institutions auprès desquelles un PSF de support peut intervenir, aux établissements de crédit, PSF, OPC et fonds de pension de droit luxembourgeois ou étranger.

Les articles 107 à 111 du projet de loi sous avis étendent les institutions figurant sur cette liste aux entreprises d'assurance et de réassurance de droit luxembourgeois ou étranger.

Ainsi d'après le commentaire de ces articles, si le statut de PSF de support est une condition pour une entité désireuse de prêter ses services à une compagnie d'assurance ou de réassurance luxembourgeoise ou étrangère, la condition prévue sous le paragraphe 2 de l'actuel article 29 -3 de la Loi concernant l'exclusivité de l'activité des OSIRC aux PSF, OPC, entreprises d'investissement et fonds de pension a été abrogée sous le présent dispositif. En d'autres termes, à l'avenir, une entité pourra se limiter à prêter ses activités dans le secteur des assurances et se voir néanmoins reconnaître le statut de PSF de support, ce qui n'est actuellement pas possible.

La Chambre de Commerce approuve l'extension au secteur des assurances et réassurances de l'activité des PSF de support, tout comme les précisions apportées dans ce contexte. En effet, cette ouverture permettra aux PSF actifs dans ce domaine de se développer, respectivement, attirera de nouveaux PSF sur le marché ce qui aura pour effet d'intensifier la concurrence, dans l'intérêt des clients. Au vu de l'élimination de cette restriction et de l'ouverture à de nouvelles institutions clientes, des synergies plus importantes pourront encore être atteintes.

6. *Abandon de la condition de limitation au secteur financier des services prestés par un OSIRC.*

L'article 29-3 (2) de la Loi exige actuellement que l'activité des OSIRC soit exclusivement exercée à l'égard d'institutions relevant du secteur financier telles que listées sous le point 4 ci-dessus (établissements de crédit, PSF, OPC et fonds de pension de droit luxembourgeois ou étranger).

Le projet de loi sous avis entend abroger purement et simplement cette disposition au motif que cette restriction constituerait un frein à la création de synergies et serait préjudiciable à la compétitivité du secteur.

La Chambre de Commerce avise favorablement cette modification. Elle privilégie cependant une procédure de surveillance allégée en faveur d'organismes dont les prestations ne relèvent pas du secteur financier.

Concernant les articles 114 à 122.

La Chambre de Commerce attire l'attention sur le fait que les modifications de la Loi (notamment des articles 18, 121 et spécifiquement de l'article 33 paragraphe 3 point 7), combinées aux dispositions du projet de loi sous avis, débouchent sur l'approbation par l'Etat membre d'origine, des règles de fonctionnement d'une succursale «MTF» établie dans un autre Etat membre, indépendamment du fait que l'activité « MTF» soit effectivement exercée aussi dans l'Etat membre d'origine ou non. Cet état de fait, qui pourrait s'avérer complexe à maintenir dans la pratique, est cependant le fruit d'une volonté politique, exprimée lors de la rédaction de la MiFID.

Concernant les articles 124 à 126

Ces dispositions n'appellent en principe pas de commentaires particuliers de la part de la Chambre de Commerce.

L'article 125 dernier alinéa modifiant l'article 34-2 de la Loi soulève malgré tout une interrogation. En effet, comment l'utilisateur indirect d'un système pourrait-il devenir systématiquement important ? Il convient donc de choisir entre deux options, soit cet utilisateur n'est pas identifiable et donc il « *ne peut être important* », soit il est identifiable et possédera par conséquent vraisemblablement un accès direct au système.

Partant, la Chambre de Commerce considère que cette mention est superflue.

Concernant l'article 136 - Renforcement de la protection des investisseurs

L'article 136 du projet de loi sous avis introduit dans la Loi des règles «organisationnelles» et de «conduite» dont un certain nombre sont déjà connues des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Elles font d'ores et déjà l'objet de quelques dispositions de la Loi, notamment ses articles 36, 36-1 et 37, même si la plupart d'entre elles figuraient jusqu'à présent dans des circulaires de la CSSF.

La Chambre de Commerce relève que désormais, ces dispositions s'appliqueront avec l'incontestable force de la loi. Ce changement n'est pas anodin puisque leur méconnaissance par les acteurs qui y seront assujettis sera plus facile à établir par tout client ou investisseur mécontent des services d'un PSF quelconque.

Dans ce contexte, compte tenu des controverses que certaines dispositions ont suscitées – notamment en ce qui concerne l'obligation d'exécution au mieux des ordres – il est d'ores et déjà possible d'imaginer que le dispositif est susceptible de générer une augmentation prévisible des contentieux.

Sans mettre en cause l'autorité que le projet de loi sous avis confère ainsi à ces règles, la Chambre de Commerce se permet de critiquer le degré de détail dans lequel les auteurs du projet de loi se sont vus contraints de plonger. Ces principes se verront par ailleurs complétés par un règlement grand-ducal à venir. Le commentaire des articles en dévoile d'ores et déjà quelques bribes, reprises fidèlement de la directive d'application 2006/73/CE.

Face aux controverses prévisibles que ces dispositions susciteront, la Chambre de Commerce appelle de ses vœux la CSSF à édicter des circulaires afin de guider le praticien dans l'interprétation de ces principes généraux.

Concernant l'article 136 - Ajout d'un nouveau chapitre 4 « Dispositions applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement ».

La Chambre de Commerce s'étonne qu'en regroupant sous un nouveau chapitre 4 les dispositions de l'article 13 de la Directive relatif aux exigences organisationnelles, l'article 136 du projet de loi sous avis fasse référence à un « nouvel » article 37-1 et laisse de côté, sans pour autant spécifier s'il est abrogé, l'article 37-1 actuel de la Loi intitulé « le droit à l'information à l'égard des institutions luxembourgeoises participant à des systèmes de paiement ou à des systèmes de règlement sur titres ».

Bien qu'il soit permis de déduire par la référence à un nouvel article 37-1 que l'actuel article 37-1 est abrogé, elle demande néanmoins aux auteurs du projet de loi de clarifier ce point.
Article 37-1 paragraphe 1- Les exigences organisationnelles.

Au-delà du principe général de mise en place de politiques et de procédures « adéquates » tendant au respect des dispositions légales et réglementaires par les établissements de crédit et entreprises d'investissement, leur direction, personnels et agents liés, le second alinéa de cet article impose la définition de règles « appropriées » applicables aux transactions personnelles conclues par ces personnes.

La Chambre de Commerce ne peut que reconnaître le flou qui entoure les qualificatifs mentionnés. Cependant, elle ne met pas en doute l'opportunité pour les mesures européennes de niveau 2 de tenter d'en préciser peu ou prou les contours, qui seront relayées ensuite par un règlement grand-ducal, sans forcément y parvenir.

Si l'idée d'une approche basée sur de grands principes présentait nombre d'attraits pour certains Etats membres et pour le Luxembourg en particulier, les acteurs des marchés ne sont pas pour autant avertis du sens et des obligations qu'emportent des notions, telles que « raisonnable », « satisfaisant » ou d'autres encore.

Article 37-1 paragraphe 3 - Le principe de proportionnalité appliqué aux systèmes, ressources et procédures.

Ce paragraphe introduit d'autre part un nouveau concept, celui de proportionnalité. Il est précisé en effet qu'afin de garantir la continuité, la régularité dans la fourniture de leurs services et dans l'exercice de leurs activités, les établissements doivent mettre en place des systèmes, des ressources et des procédures appropriés et « proportionnés ».

La Chambre de Commerce estime que ce concept est fondamental et qu'il doit servir de fil directeur à la mise en œuvre du projet de loi sous avis. Elle est d'avis que ce concept devrait guider l'autorité réglementaire dans l'édiction de textes d'application et l'autorité de contrôle dans sa mission de surveillance, mais également le juge ou l'arbitre dans son appréciation du comportement du professionnel.

Elle estime qu'on ne saurait requérir le même degré d'un grand groupe bancaire ou d'une entreprise de taille modeste. Les moyens humains et matériels à leur disposition n'étant pas de même ampleur, la mise en œuvre des principes édictés par le projet de loi sous avis devra être adaptée au cas par cas. La Chambre de Commerce encourage par conséquent l'autorité de surveillance à y veiller, en faisant preuve de bon sens.

Article 37-1 paragraphe 4 - Efficacité de l'organisation administrative.

Ce même article 37-1 de la Loi contient un certain nombre de principes familiers aux professionnels concernés qui se trouvent désormais intégrés ou complétés dans le présent dispositif. Ces principes visent le maintien et l'application de dispositions organisationnelles et administratives efficaces destinées à éviter tout conflit d'intérêts au détriment de leurs clients, la continuité et la régularité de leurs services et de leurs activités déjà évoqués plus haut, une bonne organisation administrative et comptable, un contrôle interne adéquat, une évaluation des risques, ainsi que le contrôle et la sécurité de leurs systèmes informatiques.

Cet article reprend intégralement les exigences de l'article 13 paragraphe 5 alinéa 2 de la MiFID et enjoint aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, en vue de garantir la continuité et la régularité de leurs services de mettre en place notamment « *un dispositif de contrôle interne adéquat ainsi que des procédures d'évaluation des risques* ».

Le projet de loi sous avis étend cette obligation de manière uniforme et indistincte à tous les établissements de crédit et entreprises d'investissement, quelque soit leur taille et le volume des affaires traitées, le respect de cette obligation passant également par la nécessité pour les établissements visés de pourvoir à des postes de responsables de la compliance et de l'audit interne.

La Chambre de Commerce considère que ces règles n'introduisent pas d'élément novateur au Luxembourg puisqu'elles sont déjà connues des établissements de crédit depuis quelques années. Elle accueille favorablement leur généralisation aux entreprises d'investissement qui sera bénéfique à l'ensemble des acteurs financiers, à la protection des investisseurs et en définitive à la réputation de la place financière.

Article 37-1 paragraphe 5 - L'externalisation des services.

La Chambre de Commerce choisit de ne commenter que brièvement ce principe étant donné qu'il fera l'objet de dispositions spécifiques lors de l'élaboration du futur règlement grand-ducal d'application. Elle se limitera donc à admettre d'une manière générale ce principe à condition toutefois que l'externalisation n'aboutisse ni à un accroissement du risque opérationnel, ni à un affaiblissement du contrôle tant interne que prudentiel.

Article 37-1 paragraphe 6 – Obligation de conserver un enregistrement.

En dépit d'une relative similitude soulignée par le commentaire même du paragraphe 6, l'obligation de conserver un « *enregistrement* » imposée jusqu'à présent aux seuls établissements de crédit, semble toutefois élargie aux entreprises d'investissement. En outre, cette obligation auparavant limitée aux seules « *opérations effectuées* », est à l'avenir étendue à « *tout service qu'ils ont fourni et toute transaction qu'ils ont effectuée* ».

La Chambre de Commerce se permet de mettre en doute la volonté qu'aurait pu manifester le législateur de conserver une preuve de tout service fourni ou de conseil quand bien même ceux-ci ne donneraient lieu à aucune opération spécifique. En défendant cette opinion, elle n'exclut pas toutefois la liberté pour les établissements de crédit et entreprises d'investissement de conserver, dans leur intérêt propre, la preuve des conseils qu'ils ont pu prodiguer, même s'ils ne sont pas toujours suivis de décisions d'investissement de la part de leurs clients.

Ajout d'un nouvel article 37-2 sous la Loi - Les conflits d'intérêts.

Au-delà des règles mêmes régissant les conflits d'intérêt avec lesquelles les professionnels sont d'ores et déjà familiers, la Chambre de Commerce entend souligner le fait que leur mise en œuvre, même s'il ne s'agit que d'une obligation de moyens, suscitera nombre de questions auxquelles le règlement grand-ducal d'application tentera de répondre.

L'une d'entre elles aura trait aux personnes concernées par les éventuels conflits que les établissements auront l'obligation de détecter, qu'il s'agisse de conflits qu'ils pourraient avoir eux-mêmes directement ou au travers des personnes physiques ou morales qui leur sont liées, mais également pointer du doigt ceux que leurs clients eux-mêmes pourraient avoir entre eux.

A la question de savoir si cette obligation est une visée théorique ou une simple recommandation, la Chambre de Commerce admet qu'il ne s'agit malheureusement pas d'une obligation légale. Elle se montre à cet égard très réservée, s'agissant de reconnaître aux établissements concernés et à leurs personnels une réelle capacité à disposer en pratique des moyens leur permettant de déceler et de signaler de tels conflits, ceci en dépit de leur volonté de promouvoir une approche plus perfectionnée de leurs clients.

La Chambre de Commerce relève également le commentaire des auteurs du projet de loi quant à la liberté laissée aux établissements de définir la nature des dispositions organisationnelles et administratives destinées à éviter les conflits d'intérêt au détriment de leurs clients. Elle approuve surtout la latitude quant à la manière de leur divulguer le cas échéant des conflits potentiels. Cette communication peut en effet avoir un caractère général.

Ajout d'un nouvel article 37-3 sous la Loi - Les règles de conduite.

Ce nouvel article édicte un certain nombre de règles de conduite, en des termes plus développés que ceux qui figurent déjà dans l'actuel article 37. Ces règles avaient par ailleurs fait l'objet de la circulaire 2000/15 de la CSSF. Agir de manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts des clients, veiller à ce que toute information fournie ainsi que toute publicité soit correcte, claire et non trompeuse. L'établissement doit s'attacher à décrire ses services et plus particulièrement les instruments financiers qu'il propose, les stratégies d'investissement qu'il recommande, en les accompagnant d'orientations et d'avertissements sur les risques qui leur sont propres.

Plus encore et au-delà d'une information sur les coûts et les frais de ses services, le professionnel doit également décrire ses systèmes d'exécution. Cette obligation s'étend même aux cas où le client n'est pas censé être protégé en raison de la relative simplicité du service fourni (exécution, réception, transmission d'ordres, hypothèse visée par l'article 37-3 paragraphe 6) et où il doit néanmoins être informé qu'il ne bénéficie pas de ladite protection !

Le consommateur de services en sera-t-il pour autant plus avisé ? Sera-t-il à même de prendre ses décisions « en connaissance de cause » ? Ployant sous l'information, assailli par les mises en garde, interpellé de toute part, sera-t-il désormais protégé ? Sera-t-il enfin rassuré par la description des systèmes d'exécution de son banquier ?

La Chambre de Commerce se permet d'en douter, d'autant que cette surinformation dont la pertinence reste à prouver lui sera généralement communiquée « sous une forme standardisée », ce que permet heureusement le projet de loi sous avis, dans le sillage de la Directive. Elle redoute en effet que sous le flot continu de nouvelles législations, le client se voit de plus en plus soumis à des conditions générales pléthoriques qui tendent d'ores et déjà à devenir un immense fourretout d'informations, d'avertissements et de mises en garde dont certains n'hésiteront plus à plaider l'inopposabilité au regard de l'article 1135-1 du Code civil. De plus, elle souligne le fait que cette approche pourrait même aller jusqu'à englober des conditions particulières qui n'auront plus de particulier que le nom et qui risqueront de subir le même sort que celles auxquelles elles se rattachent.

Elle craint que le fait de surinformer le client qui ne saura plus trouver dans cette masse le renseignement pertinent, n'aboutisse à l'inverse à dénier toute protection à un professionnel à qui l'on se plaira d'objecter qu'il n'a pas « valablement informé » son client. Elle regrette donc l'aboutissement d'un processus qui tend malheureusement à l'excès.

La Chambre de Commerce est d'avis qu'à l'instar de la Directive, le texte entend faire une différence entre, ce que le commentaire des articles appelle le *suitability test* (paragraphe 4) et l'*appropriateness test* (paragraphe 5).

Mis à part le fait que le premier s'applique aux services de conseil en investissement et de gestion alors que le second est censé viser les autres services d'investissement, elle estime que ces deux concepts censés recouvrir des réalités différentes, mériteraient d'être d'ores et déjà définis avec une plus grande clarté dans le texte même ou dans les commentaires des articles, sans qu'il soit nécessaire d'attendre des mesures d'exécution pour mieux les appréhender.

Elle souligne en effet le paradoxe qui selon elle est contenu dans le paragraphe 5 de ce nouvel article 37-3. En effet, alors même que cet article oblige un professionnel à s'informer de la compétence de son client et à l'avertir lorsqu'il estime que le produit ou le service envisagé ne lui est pas approprié, il admet que cet avertissement soit communiqué « sous une forme standardisée ». Ne pouvant s'agir d'une communication préalable et sauf à comprendre qu'il s'agisse ici de formules-type, la Chambre de Commerce perçoit mal comment une telle standardisation pourrait s'accommoder du traitement personnalisé que le texte suppose.

Ajout d'un nouvel article 37-4 sous la Loi - La fourniture de services par l'intermédiaire d'un autre établissement.

La Chambre de Commerce approuve les commentaires de cet article de la Loi en ce qu'ils indiquent clairement que l'établissement qui reçoit l'instruction de la part d'un autre établissement de crédit ou d'une autre entreprise d'investissement « est dispensé de l'application des paragraphes 4 ou 5 de l'article 37-3 nouveau, ainsi que de la vérification de l'exhaustivité et de l'exactitude des informations transmises ». Ce point constituait en effet un souci majeur des professionnels qui craignaient les conséquences d'éventuelles divergences de vue entre établissements au cas où les deux auraient été requis de procéder aux tests dits de *suitability* et d'*appropriateness*.

Ajout d'un nouvel article 37-5 sous la Loi - L'obligation d'exécution au mieux.

Cet article dispose que « *les établissements de crédit et les entreprises d'investissement doivent prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir, lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible pour leurs clients...* ».

La Chambre de Commerce relève qu'il s'agit ici d'une obligation de moyens, tant il existe de paramètres qui concourent à cette exécution au mieux : prix, coût, rapidité, probabilité d'exécution et de règlement, taille, nature de l'ordre ... Pour autant, elle estime que cette approche n'est pas rassurante car un client pourra trop facilement arguer que ses intérêts n'ont pas été pris en compte, que la promptitude du professionnel à agir s'est faite au détriment du prix ou qu'au contraire son attentisme pourtant justifié par un coût excessif ne lui a pas permis d'acquiescer une position dans un marché devenu finalement illiquide. De plus, le professionnel disposera rarement d'un ordre spécifique pour s'en dédouaner.

Elle considère que cette obligation d'exécution au mieux est d'autant plus contraignante qu'elle emporte l'obligation pour les établissements d'établir non seulement un politique d'exécution des ordres mais surtout d'obtenir de leurs clients un consentement préalable sur cette politique.

A certains égards, la Chambre de Commerce est d'avis que cette disposition n'est pas loin de frôler l'aberration. En effet, cette politique impose que soient contenues pour chaque catégorie d'instruments financiers, des informations sur les différents systèmes d'exécution ainsi que sur les facteurs qui influencent in fine le choix d'un système plus qu'un autre. Par conséquent, elle se

permet d'exprimer son profond scepticisme, estimant que les clients des établissements de crédit ne montreront qu'un intérêt très réservé pour cette information, il est donc permis de s'interroger sur la pertinence de leur consentement. A l'inverse, est-ce à dire que les clients ne pourront plus contester la manière dont leurs ordres auront été exécutés dès lors que ceux-ci l'auront été conformément à une politique qu'ils auront formellement approuvée ? La Chambre de Commerce en conclut que tel semble bien être l'aboutissement logique de ce processus, à défaut de quoi les établissements financiers et les clients auraient totalement perdu leur temps.

La Chambre de Commerce s'interroge également sur le point de savoir si l'approbation de la politique d'exécution des ordres peut être acquise tacitement ou s'il est nécessaire de recueillir la signature du client au bas d'un document. Elle est d'avis que nombre d'établissements choisiront sans doute d'intégrer cette politique dans leurs conditions générales, lesquelles sont soumises à la signature de leurs clients. En revanche, s'il s'agit d'un avenant à ces conditions, il sera d'autant plus opposable au client que les conditions générales auront fait preuve de formalisme.

Si l'établissement fait le choix de transcrire sa politique sur un document séparé, la Chambre de Commerce est d'avis que la signature du client n'est pas nécessaire. Cependant, elle estime que cette politique devra lui être adressée et l'établissement devra s'en ménager la preuve. Ainsi, dès lors que le client passe un ordre sans en avoir préalablement contesté les termes, il manifeste ainsi son consentement tacite sur une politique qui lui est désormais opposable.

La Chambre de Commerce accueille favorablement le fait que les transactions avec des contreparties éligibles, compte tenu de la qualité de ces dernières, ne soient pas soumises aux dispositions relatives aux règles de conduite, à l'obligation d'exécution au mieux, ni aux exigences en matière de traitement des ordres, sans préjudice pour ces contreparties de demander qu'il en soit autrement. La liste des contreparties éligibles restant ouverte, elle considère qu'il appartiendra en particulier à la CSSF de définir très clairement quelles sont les contreparties communautaires ou de pays tiers qui en relèvent effectivement.

Ajout d'un nouvel article 37-8 sous la Loi - Obligations incombant aux établissements faisant appel à des agents liés.

L'article 136 du projet de loi sous avis ajoute enfin un nouvel article 37-8 de la Loi relatif aux obligations qui incombent aux établissements qui font appel à des agents liés. Nul doute que l'introduction de ce nouveau statut en droit luxembourgeois posera un certain nombre de questions pratiques encore insoupçonnées à ce stade.

La Chambre de Commerce renvoie sur ce point aux commentaires fort utiles de l'article pour mieux en cerner les contours. Ainsi il est précisé, (et selon elle cette précision aurait eu sa place dans le texte pour éviter tout débat inutile à cet égard) que les agents liés sont bien des tiers par rapport à l'établissement qui utilise leurs services, les qualités d'agent lié et d'employé d'un même établissement étant exclusives l'une de l'autre.

A première vue, elle considère qu'il aurait été logique d'interpréter, conformément à l'article 30 paragraphe 2 nouveau de la Loi et introduit par l'article 114 du projet de loi sous avis, que les agents liés établis au Luxembourg, mais agissant pour le compte d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissements agréés dans un autre Etat membre, sont à assimiler à des succursales luxembourgeoises de ces établissements. Or, il n'en est rien. La Chambre de Commerce en conclut que cet article n'identifie pas ces agents liés à la personne même des établissements pour le compte desquels ils agissent, mais qu'il s'agit bel et bien de deux personnes juridiques différentes. Par conséquent, elle considère qu'il les « assimile » seulement pour les besoins de l'application de la législation luxembourgeoise, conformément aux termes de la Directive.

Concernant l'article 138 – Obligation au secret professionnel.

La Chambre de Commerce est satisfaite de la nouvelle formulation du paragraphe 5 de l'article 41 de la Loi qui exonère de l'obligation de secret certains professionnels dans la mesure « où les renseignements communiqués à ces professionnels sont fournis dans le cadre d'un contrat de services ».

Elle estime que cette disposition facilite les règles concernant « l'outsourcing » entre professionnels. Elle admet que la possibilité pour les entreprises d'investissement et établissements de crédit de fractionner leurs activités en externalisant une partie de leurs tâches à l'étranger, le plus souvent dans un autre Etat membre, correspond à une réalité économique traduisant l'obligation pour ces entreprises d'organiser leurs activités de la manière la plus rentable et la plus performante.

Néanmoins, s'agissant du domaine de l'assurance, les règles de confidentialité ne revêtent pas la même importance que pour la majorité des entreprises du secteur financier disposant de succursales ou de filiales à l'étranger. Dans ce contexte, la Chambre de Commerce exprime sa préoccupation face aux risques de « volatilité » dont pourraient être sujettes les informations nominatives des clients. En effet, il paraît essentiel que ces informations ne sortent pas du pays.

A cet égard, elle considère que le présent dispositif devrait être affiné afin d'encadrer le processus inévitable d'externalisation des tâches et de garantir aux investisseurs une protection sans faille, condition indispensable au maintien de la réputation de la place financière.

Concernant l'article 142 – Article 44 nouveau de la Loi - Le secret professionnel de la CSSF.

Cet article remplace l'actuel article 44 de la Loi visant le secret professionnel de la CSSF.

L'obligation de secret professionnel qui s'impose à toutes les personnes « *exerçant ou ayant exercé une activité* » pour la CSSF continue d'être réglée par l'article 44 de la Loi, tandis que la coopération avec les autorités de surveillance des autres Etats membres et les cas d'échange d'informations avec les autres Etats membres et avec des pays tiers font l'objet des articles 44-1 à 44-3.

La Chambre de Commerce se félicite du fait que la coopération et l'échange d'informations doivent, sous réserve de mention contraire figurant dans une autre loi, toujours respecter les règles de secret professionnel qui s'imposent à la CSSF ainsi que les conditions pour l'échange d'informations de la CSSF avec des autorités, organismes ou personnes ressortant de pays tiers visés aux paragraphes 3 et 4 de l'article 44 de la Loi.

En ce qui concerne la coopération entre autorités de surveillance, la Chambre de Commerce note avec intérêt que la coopération est en principe limitée au cas par cas, c'est-à-dire lorsque l'échange d'informations est rendu nécessaire à l'accomplissement des missions de surveillance prudentielle. Dans cette perspective, elle approuve le fait que le Financial Services Committee de l'Union européenne ait constaté que « *l'échange d'informations ad hoc ou sporadique ou encore un contrôle sur place conjoint ad hoc ne relèvent pas de la coopération* ».

Finalement, la Chambre de Commerce adhère pleinement au fait que les auteurs du projet de loi aient reproduit les nouvelles dispositions introduites par la MiFID en matière d'échange d'informations entre autorités de contrôle, celui-ci devant rester soumis à l'obligation de secret professionnel de ces autorités, la CSSF se devant de préciser à l'occasion de chaque échange d'informations que les informations communiquées ne pourront être divulguées sans son accord exprès (article 44-2 paragraphe 1^{er}, 2^{ème} alinéa de la Loi).

Concernant l'article 165 – Ajout d'une nouvelle annexe III à la Loi – Critères à remplir par les clients professionnels.

Cette nouvelle annexe à la Loi par l'intermédiaire de cet article innove puisque la notion de « clients professionnels » s'y trouve définie..

Bien que nouvelle dans la Loi, la matière n'est toutefois pas totalement inconnue des professionnels de la place puisqu'une telle classification, à l'époque établie par l'ancien FESCO, remplacé par le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR), avait été annexée à la circulaire 2000/15 de la CSSF dont elle faisait partie intégrante. Les grandes lignes sont maintenues. Ainsi que le souligne le commentaire de l'article 165, cette définition est particulièrement importante dans la mesure où la MiFID permet une application différenciée des règles de conduite selon la nature du client, qu'il s'agisse d'un client professionnel ou de détail.

S'agissant du client professionnel qui sera défini à l'article 1^{er}, point 5 de la Loi, celui-ci ne nécessite pas le même degré de protection que le second puisque du fait de sa compétence et de son expérience, il est à même de prendre ses propres décisions d'investissement et d'évaluer correctement les risques qui y sont liés. Le texte donne toutefois à l'établissement concerné la possibilité de demander une protection plus grande que celle que son statut de professionnel lui allouerait en principe.

A l'inverse, et dans le même esprit que les règles FESCO, les clients non professionnels auront d'une manière générale la faculté de demander pour certains services ou certaines transactions, à ne pas bénéficier de la protection à laquelle leur statut leur donne droit.

La Chambre de Commerce peut regretter, quoiqu'il s'agisse d'une transposition fidèle de la MiFID (Annexe II), que la responsabilité d'apprécier si un tel client est à même de prendre ses propres décisions et d'en comprendre les risques, incombe de nouveau aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

Enfin sous réserve des modalités de mise en œuvre de ce principe qui seront à l'avenir édictées dans le règlement grand-ducal d'application, chaque établissement de crédit et entreprise d'investissement a l'obligation d'établir par écrit les politiques et les procédures qui définissent le classement de ses clients dans l'une de ces deux catégories ainsi que la mise à jour de ce classement.

La Chambre de Commerce fait observer que cette tâche pourrait se révéler particulièrement ardue étant donné la possibilité dont disposent les clients de changer de statut à tout moment et pour chaque transaction.

Concernant l'article 166 – Modification de l'article 77 paragraphe 4 de la loi du 20 décembre 2002 sur les organismes de placement collectif.

La Chambre de Commerce note que les sociétés de gestion offrant des services de gestion de portefeuilles individuels, de conseil en investissement ainsi que des services de garde et d'administration pour des parts d'OPC sont assimilées aux entreprises d'investissement pour l'application des règles de la MiFID. Il est entendu par ailleurs que la directive d'exécution précisera davantage la portée d'application de ces règles concernant ces sociétés.

Concernant l'article 171 - Modifications sous la loi du 3 septembre 1996 - Dépossession involontaire de titres au porteur.

Article 171 a) modifiant l'article 3 paragraphe 2 de la loi du 3 septembre 1996.

Cette première modification a pour objet d'étendre les mentions requises lors du dépôt de l'acte d'opposition en y incluant désormais le nom et l'adresse de l'agent payeur principal au Luxembourg ainsi que la date d'échéance finale des titres perdus. Comme le souligne le commentaire de l'article, ces ajouts ont pour seul but d'assurer une meilleure coordination entre l'organisme de centralisation des oppositions et la caisse de consignation qui recevra précisément de l'agent payeur les sommes perçues à l'échéance de titres frappés d'opposition et non encore frappés de déchéance.

Article 171 b) modifiant l'article 8 paragraphe 2 de la loi du 3 septembre 1996.

Ce paragraphe de la loi du 3 septembre 1996 vise l'hypothèse de l'échéance finale de titres litigieux avant que ceux-ci ne soient frappés de déchéance.

La modification envisagée vise précisément la procédure de consignation qui a suscité quelques difficultés d'application ces dernières années du fait de l'obligation incombant en fait aux agents payeurs luxembourgeois de virer systématiquement les sommes perçues à l'échéance d'un titre litigieux à la caisse de consignation, si ce titre n'est pas encore frappé de déchéance. Le changement proposé met en évidence la subsidiarité de cet article 8 paragraphe 2 par rapport à l'article 9 paragraphe 3 de la loi du 3 septembre 1996 qui permet en tout état de cause à l'émetteur, et donc à l'agent payeur si le premier en est d'accord, de délivrer à l'opposant un titre équivalent ou de lui payer toutes sommes éventuellement échues, contre toute sûreté qu'il jugera utile, au lieu de consigner ces sommes.

De l'avis de la Chambre de Commerce, ces modifications sont de toute évidence les bienvenues. Par ailleurs, elle se fait le porte-parole de la profession qui souhaiterait également que l'obligation de consignation visée à l'article 8 paragraphe 2 soit circonscrite aux sommes dues et cumulées à l'échéance finale des titres – c'est-à-dire lors du remboursement du capital - alors que cette obligation porte aujourd'hui sur les sommes payées à chaque échéance, de coupons notamment. Une telle modification présenterait l'avantage d'alléger considérablement la charge de travail très lourde des établissements à qui incombe cette obligation ainsi que celle de caisse de consignation, et le coût important qui en résulte.

La notion de titres est en effet définie de manière extensive à l'article 1^{er} paragraphe 2 de la loi du 3 septembre 1996. Au vu de la modification précitée, figurant à l'article 171 a), la Chambre de Commerce souligne par ailleurs qu'il semblerait que ce soit la volonté des auteurs du projet de loi de s'attacher à la « *date d'échéance finale des titres perdus* » et non aux dates intermédiaires de paiement de coupons. Elle propose donc de modifier, en précisant le libellé de l'article 8 paragraphe 2 comme suit :

«..au cas où le titre vient à échéance finale avant d'être frappé de déchéance... ».

Dans ce cas seraient bien entendu déposées auprès de la caisse de consignation, toutes les sommes payées par l'émetteur jusqu'à cette échéance finale, y compris celles représentant les coupons frappés d'opposition.

* * * * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce approuve le projet de loi sous avis pour l'essentiel de ses dispositions sous réserve de la prise en compte de ses commentaires concernant les activités de certains PSF proposant des services d'intermédiation en assurance, la clarification des limites de l'activité des agents du registre, le maintien de critères minima d'expérience professionnelle adéquate pour les PSF de support et l'abandon de la division du statut des OSIRC en deux nouvelles catégories.

BJO/SDE