

Objet : Projet de loi n°6845

- **portant transposition de la directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions ;**
- **portant modification de :**
 - **la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ;**
 - **la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs. (4490PMR)**

*Saisine : Ministre des Finances
(11 août 2015)*

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

Le projet de loi sous avis (ci-après dénommé, le « Projet ») vise pour l'essentiel à **transposer la directive 2014/91/UE** du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions (ci-après dénommée, la « Directive UCITS V »). Cette transposition s'opère par la modification de deux lois préexistantes, à savoir, d'une part, la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif (en abrégé ci-après, la « Loi OPC »)¹ et, d'autre part, la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs (en abrégé ci-après, la « Loi AIFM »)².

La Directive UCITS V, et, par voie de conséquence, le Projet, dans son volet transposition, s'articulent autour de trois axes.

Tout d'abord, le Projet vise à préciser le régime du dépositaire, tant au niveau de ses critères d'éligibilité, que de son rôle, de ses possibilités de (sous-)délégation et enfin de sa responsabilité, notamment en cas de perte de titres. Le Projet est fortement inspiré des exigences issues de la Loi AIFM sur ces points. En effet, avec l'entrée en vigueur de la Loi AIFM, un régime très complet encadrant la fonction du dépositaire a vu le jour en 2013 prévoyant un nombre important de règles visant à augmenter la sécurité et la protection des actifs des fonds à travers la chaîne de détention (*custody*). D'un point de vue prescriptif, il convient de constater que ce régime AIFM était très en avance, en termes de standards européens de gouvernance, sur le régime prévu dans le cadre de la Directive UCITS IV³ qui visait pourtant une clientèle d'investisseurs privés. Dans un souci de cohérence vis-à-vis des

¹ Voir l'avis de la Chambre de Commerce du 25 novembre 2010 sur le projet de loi n°6170.

² Voir l'avis de la Chambre de Commerce du 14 février 2013 sur le projet de loi n°6471.

³ Directive 2009/65/CE DU Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).

textes européens, il était donc inévitable qu'une version mise à jour du régime dépositaire UCITS voie également le jour.

Le deuxième volet du Projet a trait à la mise en place de politiques de rémunération par les sociétés de gestion afin d'éviter une prise de risques excessive par l'introduction de ratio entre rémunération fixe et variable et d'autres ratios directement au sein de la rémunération variable.

Enfin, le Projet vient harmoniser le régime des sanctions administratives au travers notamment de l'établissement d'une liste commune d'infractions prédéfinies et d'un régime de publication des sanctions. Mais l'innovation majeure réside dans la mise en place de mécanismes visant à encourager le signalement des infractions.

La transposition de la Directive UCITS V dans le Projet semble fidèle, ce que la Chambre de Commerce salue, d'autant plus que le texte est lui-même très proche de celui de la Loi AIFM, ce qui permet ainsi de créer un régime opérationnel pratiquement identique pour les différents types de fonds (*hedge*, *private equity* ou OPCVM plus classiques). Du point de vue de la Chambre de Commerce, cette cohérence est un élément clé du succès de ce texte et de son implémentation relativement plus aisée que si les dépositaires avaient du appliquer un nouveau cadre réglementaire et/ou des règles différentes. La Chambre de Commerce regrette toutefois que les mesures techniques, dites de niveau 2, ne sont toujours pas connues à quelques mois de l'entrée en vigueur de ce nouveau régime. Cela aurait éclairé le travail des auteurs du Projet, facilité le travail de mise en conformité des ressortissants et permis une meilleure appréciation du texte par la Chambre de Commerce.

La Chambre de Commerce tient également à souligner le fait qu'au Luxembourg, la décision retenue de se reposer sur des banques pour assurer cette fonction de dépositaire, lui paraît offrir davantage de garantie pour les investisseurs : non seulement les règles UCITS s'appliquent, mais également tout le corpus de règles prudentielles bancaires.

D'un point de vue économique, la Chambre de Commerce note que ce régime comporte toute une série de nouvelles contraintes quant au fonctionnement du dépositaire, ce qui risque de rendre son coût plus élevé, particulièrement s'agissant du processus de due diligence envers les différentes contreparties. Même si les concepts retenus sont proches de ceux figurant dans la Loi AIFM, il ne faudra pas sous-estimer la mise en œuvre opérationnelle de ce texte qui se révélera être une tâche ardue, compte tenu des volumes à traiter et du temps extrêmement limité pour sa mise en œuvre.

La Chambre de Commerce relève un autre point épineux. Il s'agit de la reprise, à l'article 5 du Projet, du considérant 21 de la Directive UCITS V portant sur les rôle et position des « *Securities Settlement System* » et « *Central Securities Depositaries* ». Dans la mesure où l'articulation entre les différents niveaux de *custody*, règles de ségrégation ou de détention de titres pour le compte des fonds et les responsabilités associées est une matière complexe et mal résolue pour l'heure par les textes européens, la Chambre de Commerce met en garde, au vu des conséquences potentielles d'une interprétation erronée d'un considérant européen transformé en article de loi, que le texte luxembourgeois, en imposant potentiellement la fin du modèle de custody basé sur les comptes omnibus, ne risque de prévoir une interprétation qui ne serait pas souhaitable d'un point de vue macro-économique.

Le Projet **transpose** par ailleurs les changements introduits par **la directive 2014/65/UE** du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE mieux connue sous la dénomination de « Directive MiFID 2 ». C'est ainsi que le Projet modifie la Loi AIFM précitée afin de permettre à un gestionnaire de fonds d'investissements alternatifs d'offrir ses services d'investissements tels que la gestion de portefeuille discrétionnaire ou individualisée sur une base transfrontalière, ce que la Chambre de Commerce salue.

La Chambre de Commerce note que le Projet ne se contente pas de transposer les exigences européennes, mais va plus loin.

Tout d'abord, le Projet étend les règles applicables aux dépositaires visés par la Loi OPC à tous les fonds non soumis à la Loi AIFM. La Chambre de Commerce note qu'il y aura dès lors au Luxembourg deux régimes. D'une part, il aura le régime AIFM pour les fonds qui, de par leur nature, sont qualifiés de tels, ou qui appliquent un opt-in. D'autre part, le régime UCITS V s'appliquera pour tous les autres, en ce compris les fonds dits « Partie II de la Loi OPC ». Cette assimilation aux obligations UCITS V entraînera deux spécificités additionnelles que sont d'une part, des sanctions plus sévères et d'autre part, l'inclusion de tiers tels les auditeurs dans le régime de responsabilité des fonds.

Bien qu'il ait été justifiable de conserver des régimes différenciés, cette simplification vers un standard plus protecteur, semble, aux yeux de la Chambre de Commerce et sur base des informations dont elle dispose, légitime. En effet, le fort rapprochement entre les exigences des textes AIFM et UCITS V pour les dépositaires peut être positif dans la mesure où cela augmentera la cohérence et la mise en place de règles plus aisées à mettre en œuvre.

Finalement, la Chambre de Commerce note que le Projet est l'occasion d'introduire, dans la Loi AIFM, l'obligation pour les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs de faire contrôler leurs données comptables par un réviseur d'entreprises agréé, à l'instar de ce qui est actuellement prévu pour les sociétés de gestion relevant de la Loi OPC.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce peut marquer son accord sur le Projet sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

PMR/PPA