

Objet : Amendements parlementaires relatifs au projet de loi n°7157 relative aux marchés d'instruments financiers et portant :

- 1. transposition de la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE ;**
- 2. transposition de l'article 6 de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions et de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire ;**
- 3. mise en œuvre du règlement (UE) n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n°648/2012 ;**
- 4. modification de: a) la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier; b) la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier; c) de la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière; d) la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances; et de e) la loi du 15 mars 2016 relative aux produits dérivés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux et modifiant différentes lois relatives aux services financiers ; et**
- 5. abrogation de la loi modifiée du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers. (4876bisGKA)**

*Saisine : Ministre des Finances
(6 avril 2018)*

AVIS COMPLEMENTAIRE DE LA CHAMBRE DE COMMERCE
--

La Chambre de Commerce avait déjà eu l'occasion de commenter, dans son avis du 13 novembre 2017, le projet de loi n°7157 relative aux marchés d'instruments financiers transposant en droit luxembourgeois 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, dite « MiFID II », (ci-après la « Directive 2014/65/UE ») et mettant en œuvre certaines dispositions du règlement (UE) n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n°648/2012, dit « MiFIR », (ci-après le « Règlement 600/2014 »).

Pour rappel, afin de combler les faiblesses dans la réglementation des marchés financiers révélées par la crise financière, le législateur européen adopte en 2014 le Règlement 600/2014 ainsi que la Directive 2014/65/UE dont l'objectif primordial est de permettre aux marchés financiers de servir l'économie ainsi que de rendre ces marchés plus sûrs et plus transparents afin de soutenir l'emploi et la croissance et de renforcer la confiance des investisseurs. Les deux textes adaptent ainsi la législation actuelle aux

transformations qu'ont connu les marchés financiers depuis 2007 et ce tant sur le plan des produits financiers que sur le plan technologique tout en renforçant la protection des investisseurs et en dotant les autorités de surveillance de pouvoirs plus efficaces.

Le **Règlement 600/2014**, prévoit plus spécialement des règles applicables aux activités de négociation organisées menées sur des plates-formes de négociation réglementées, à savoir, les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (MTF) et les systèmes organisés de négociation (OTF). Ledit règlement prévoit encore des exigences de transparence pré et post négociation applicables à l'ensemble de ces plates-formes et il les étend aux instruments assimilés à des actions tels que certificats représentatifs, fonds cotés et autres.

La **Directive 2014/65/UE**, prévoit quant à elle un nombre très important de règles et exigences concernant les marchés financiers afin de les rendre plus solides et transparents. Elle instaure un nouveau cadre juridique qui réglemente de façon plus stricte les activités de négociation sur les marchés financiers et renforce ainsi la protection des investisseurs.

Les amendements parlementaires au projet de loi n°7157 visent quant à eux à prendre en compte et à répondre aux oppositions formelles et aux observations du Conseil d'Etat émises dans son avis du 20 février 2018.

Le Conseil d'Etat a en son avis du 8 mai 2018 levé la majorité des oppositions formelles.

La Chambre de Commerce n'a pas de remarques particulières quant aux amendements parlementaires sous avis. Néanmoins, elle regrette que lesdits amendements parlementaires ne reprennent pas les suggestions formulées dans son avis du 13 novembre 2017 souhaite réitérer ses remarques et commenter davantage les modifications apportées par le projet de loi n°7157 à l'article 32 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier (ci-après la « LSF »).

De manière générale, la Chambre de Commerce ne partage pas la proposition gouvernementale d'exercer la discrétion nationale prévue aux articles 39 et suivants de la Directive 2014/65/UE en introduisant le nouvel article 32-1 paragraphes 1^{er}, 2 et 3 dans la LSF.

Concernant l'exercice de l'option prévue à l'article 39 de la Directive 2014/65/UE et l'introduction d'un nouvel article 32-1 paragraphe 2 dans la LSF

L'introduction du nouvel article 32-1 paragraphe 2 dans la LSF oblige les entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement et proposant des services auxiliaires à des clients professionnels ou à des clients de détail à établir une succursale au Luxembourg.

Or, comme énoncé dans l'avis de la Chambre de Commerce du 13 novembre 2017 précité, l'article 39 de la Directive 2014/65/UE n'est qu'une option offerte aux Etats membres en ce qui concerne la fourniture de services d'investissement à des clients de détail et des clients professionnels sur demande par des entreprises financières de pays tiers. A partir du moment où le législateur luxembourgeois décide d'exercer cette option, tout professionnel issu d'un pays tiers est obligé à établir une succursale à Luxembourg pour offrir ses services d'investissement aux clients précités.

La Chambre de Commerce souhaite à cet égard rappeler le but poursuivi par l'option prévue à l'article 39 de la Directive 2014/65/UE. En effet, cette option a été incluse dans la Directive 2014/65/UE afin de donner aux Etats membres concernés un moyen de défense du marché national des clients de détail et des clients professionnels sur demande résidents contre des intrusions par des entreprises financières de pays tiers. Ceci fait d'autant plus de sens que les marchés nationaux peuvent avoir une taille et une masse critique qui justifierait un certain « protectionnisme » de la part de ces Etats membres.

Etant donné que le marché national des clients de détail et des clients professionnels sur demande résidents luxembourgeois est extrêmement limité et est, pour l'absolue majorité, occupé par quelques établissements de crédit nationaux, la question se pose dans quelle mesure il y a un besoin de protéger ce marché national. La Chambre de Commerce se demande dès lors si l'option prévue à l'article 39 de la Directive 2014/6/UE pourrait être utilement exercée compte tenu de la taille limitée du marché luxembourgeois des clients de détail et des clients professionnels sur demande résidents.

Néanmoins, s'il devait être considéré qu'il y a, malgré la taille limitée du marché luxembourgeois en cause, un intérêt de protéger dudit marché, il est alors indispensable de le mettre en relation avec l'intérêt du Luxembourg de maintenir une place financière ouverte et internationale, ce qui, aux yeux de la Chambre de Commerce, est d'autant plus important dans le contexte de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. La compétitivité de la place financière luxembourgeoise serait bien plus mise en valeur par un régime de fourniture transfrontalière de services adapté et ouvert que par un prétendu protectionnisme d'un marché local qui n'est, à aucun moment, en danger de disparition ou d'envahissement par des établissements financiers de pays tiers.

En outre, d'un point de vue plus juridique, le régime tel que prévu par l'article 39 de la Directive 2014/65/UE est d'autant plus contraignant qu'il retient des conditions supplémentaires par rapport au régime luxembourgeois actuel, et n'offre pas la possibilité pour ces succursales de bénéficier du passeport européen. En effet, une succursale établie sous le régime de l'article 39 de la Directive 2014/65/UE ne peut bénéficier d'un « passeport européen » que :

- a) si elle rend des services à des clients professionnels par nature (ci-après les « CPN ») et des contreparties éligibles (ci-après les « CPE ») dans d'autres Etats membres, et
- b) si la Commission européenne a pris une décision d'équivalence sous l'article 47 paragraphe 1^{er} et paragraphe 3 du Règlement 600/2014.

Le Luxembourg, s'il devait exercer l'option sous l'article 39 de la Directive 2014/65/UE, se priverait de son régime national actuel pour la fourniture transfrontalière de services, qui a le mérite d'être clair et simple à appliquer. Un régime basé sur l'article 39 de la Directive 2014/65/UE, en revanche, trouverait une application pratique très limitée, puisqu'il semble être contraignant au regard des conditions à remplir et complexe dans son application.

Par ailleurs, dans le contexte de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, la compétitivité de la place financière du Luxembourg sera notamment jugée à l'aune de la simplicité et la sécurité offertes par le droit luxembourgeois. Instaurer volontairement des régimes et des pratiques administratives afférentes qui ne seront pas maîtrisés avant

quelques années, rompt avec la tradition luxembourgeoise de pragmatisme et de sécurité juridique.

En outre, la position que propose de retenir la Chambre de Commerce quant à la non-transposition de l'article 39 de la Directive 2014/65/UE est en ligne avec la transposition qui a été effectuée de ce texte dans certains autres états. A titre d'exemple, le Royaume-Uni n'a pas transposé l'article 39 de la Directive 2014/65/UE et a avancé des arguments qui seraient tous aussi pertinents pour la place luxembourgeoise. Ces arguments reprennent en grande partie les arguments avancés ci-dessus et mettent en avant la protection de l'investisseur/consommateur dans le marché local vis-à-vis de l'ouverture des marchés financiers anglais. Considérant que le régime actuel sous droit anglais est très semblable au régime actuel luxembourgeois¹, il est d'autant plus intéressant de voir qu'après une analyse des spécificités du marché anglais, le législateur anglais vient à la conclusion que « (...) *the current regime has the virtue of being sufficiently tailored to client types and to the risks in question, and balances the need to maintain investor protection, market integrity and financial stability, while remaining open to business internationally. The government will therefore maintain the current third country regime and not implement Article 39 MiFID II.* »².

Concernant l'introduction de l'article 32-1 paragraphe 1^{er} dans la LSF et l'exercice des activités d'investissement par des entreprises de pays tiers de manière transfrontalière

La Chambre de Commerce estime que l'ajout de l'article 32-1 paragraphe 1^{er} en son premier alinéa (régime de l'établissement de succursale pour des CPN et CPE), s'il devait être renoncé à l'option offerte par l'article 39 de la Directive 2014/65/UE (comme préconisé ci-dessus), n'aurait plus de raison d'être. En effet, dès lors qu'il ne faudrait plus distinguer entre les clients de détail et professionnels sur demande et les CPN et CPE, le régime de la succursale prévu à l'article 32 de la LSF pourrait perdurer dans sa forme actuelle.

Indépendamment de ce qui précède, le nouveau régime des activités transfrontalières des établissements de pays tiers prévu à l'article 32-1 paragraphe 1^{er}, deuxième alinéa semble être superflu. Le commentaire de l'article 91 du projet de loi n°7157 explique que l'insertion de cette nouvelle disposition vise à mettre en œuvre l'article 46 paragraphe 4 du Règlement 600/2014. Or, cet article 46 paragraphe 4 ne précise rien d'autre que la possibilité pour les Etats membres de continuer à appliquer leurs règles de droit national concernant la fourniture de services d'investissement sur une base transfrontalière par une entreprise financière de pays tiers lorsqu'il n'existe pas de décision d'équivalence de la Commission européenne concernant le pays tiers concerné. Ces règles de droit national existent déjà en droit luxembourgeois à l'article 32 paragraphe 5 de la LSF. Le droit européen n'impose donc pas de changer ce régime mais simplement d'en faire un régime supplétif au titre VIII du Règlement 600/2014 dans les cas où une autorisation d'inscription sur le registre maintenu par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ci-après l'« AEMF ») n'est pas possible.

¹ Le cadre juridique existant au Royaume-Uni semble être très similaire au cadre existant au Luxembourg, en ce sens qu'existeraient des exemptions que les établissements de pays tiers peuvent utiliser afin de valablement fournir des services financiers sur base transfrontalière au Royaume-Uni. Par ailleurs, une doctrine administrative au Royaume-Uni permettrait d'identifier où un établissement de pays tiers rend son service, et quand un tel établissement doit être considéré comme fournissant ses services au Royaume-Uni, ce qui est vu comme un avantage.

² https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/590504/PU2037_MIF_ID_final_web.pdf (point 2, page 5)

Le maintien du régime actuel de l'article 32 paragraphe 5 de la LSF présente effectivement une série d'avantages dont, notamment :

- a) la sécurité juridique d'une pratique administrative établie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après la « CSSF ») lors d'une demande d'autorisation dans le cadre d'un processus qu'elle connaît, et qu'elle pratique de longue date (telle que décrite, notamment, dans la circulaire CSSF 11/515) ; et
- b) la continuité dans l'application des principes fixés dans la circulaire CSSF 11/515 afin de déterminer le champ d'application de l'autorisation requise sous l'article 32 paragraphe 5 de la LSF.

L'adoption du nouvel article 32-1 paragraphe 1^{er} deuxième alinéa risque de créer une confusion quant au régime applicable selon le type de services fournis (services d'investissement ou autres services financiers) et selon le type de client concerné.

Le nouvel article 32-1 paragraphe 1^{er} deuxième alinéa pourrait semer notamment le doute sur l'importance de la localisation de la clientèle dans la prise de décision quant à la soumission ou non du professionnel à une autorisation préalable. Le régime actuel de l'article 32 paragraphe 5 de la LSF a le mérite de trancher clairement cette position par le concept de « la localisation de la prestation de caractéristique du service » qui constitue le critère charnière dans la circulaire CSSF 11/515. Il s'en suit que l'abrogation du régime actuel entraînerait dans sa chute la circulaire 11/515 et son interprétation constante. Ceci serait d'autant plus préjudiciable dans un cadre post Brexit, pour tout le temps où l'incertitude règnerait quant à la possibilité pour les professionnels britanniques d'être inscrits sur le registre de l'AEMF (c'est-à-dire, tant qu'une décision d'équivalence et un accord de coopération n'existeront pas pour le Royaume-Uni).

Mis en perspective notamment dans le cadre de l'industrie des fonds d'investissement, le risque lié à un changement de régime relatif aux activités transfrontalières d'établissements de pays tiers est aisé à identifier. Il est commun dans ce secteur de recourir à des services d'investissement (tel le conseil en investissement ou encore la réception-transmission d'ordres) rendus par des établissements de pays tiers (par exemple, localisés aux Etats-Unis). L'article 32 paragraphe 5 de la LSF et l'interprétation qui en est faite par la CSSF dans la circulaire 11/515 permet aujourd'hui d'exclure toute nécessité d'agrément pour cet établissement de pays tiers, dès lors que le service n'est pas rendu sur le territoire luxembourgeois (ce qui, dans le secteur financier, est généralement le cas lorsque le prestataire de service n'a aucune présence, pas même occasionnelle, sur le territoire luxembourgeois), quand bien même des activités antérieures ou postérieures au service d'investissement lui-même auraient été fournies au Luxembourg.

Si cette interprétation était remise en cause, ceci aurait deux conséquences majeures. La première serait que tous les professionnels qui fournissent des services d'investissement à des clients luxembourgeois sans qu'un agrément ne soit actuellement nécessaire vont devoir réévaluer leur activité et potentiellement effectuer des demandes d'agrément. La seconde est que, pour tous les véhicules dédiés de fonds d'investissement à qui ces services sont rendus, les professionnels vont devoir faire une demande d'agrément en vue d'établir une succursale telle que prévue par l'article 39 de la Directive 2014/65/UE (puisque ces véhicules dédiés ne sont pas nécessairement des CPN). Le phénomène sera encore renforcé lorsque le Royaume-Uni deviendra un pays tiers mais que de nombreux acteurs du monde des fonds d'investissement souhaitent continuer à bénéficier des services d'investissement d'entreprises financières y basées. Ce sont donc également les

conséquences indirectes d'un changement du régime de l'article 32 de la LSF que doivent être prises en compte dans l'analyse qui est faite de l'impact d'un tel changement.

Alors que le régime actuel de l'article 32 paragraphe 5 de la LSF ne semble pas avoir fait l'objet de dérive ni créé d'insécurité auprès des clients (en ce compris les clients de détail) sur le marché des services d'investissement, il n'est pas nécessaire d'en modifier les rouages lorsque les dispositions de droit purement national trouveront à s'appliquer. Dans tous les cas, le mécanisme du registre AEMF prévu par l'article 46 du Règlement 600/2014 primera lorsqu'une décision d'équivalence de la Commission européenne sera émise et un accord de coopération signé entre l'AEMF et l'autorité étrangère compétente du pays tiers.

Concernant l'interaction de l'article 32 paragraphe 5 de la LSF (dans son état actuel) et le régime du Titre VIII du Règlement 600/2014

Alors que la Chambre de Commerce préconise le maintien de l'article 32 paragraphe 5 de la LSF, sans préjudice du Titre VIII du Règlement 600/2014, elle constate néanmoins une certaine incohérence avec la formulation de l'article 46 paragraphe 4 du Règlement 600/2014.

Cet article dispose que les Etats membres peuvent autoriser les établissements de pays tiers à exercer, sur leur territoire, des activités d'investissement dans le respect des règles nationales applicables en absence d'une décision d'équivalence de la Commission européenne ou si cette décision n'est plus en vigueur.

Selon une interprétation littérale, ceci signifierait que, dès qu'une telle décision a été prise, les Etats membres ne peuvent plus autoriser ces établissements à rendre leurs services selon les règles nationales de l'Etat membre en question. Dès lors, la Chambre de Commerce comprend que l'article 46 paragraphe 4 du Règlement 600/2014 permet aux Etats membres d'autoriser des établissements de pays tiers à exercer selon les règles nationales de l'Etat membre tant que les établissements en question ne sont pas inscrits sur le registre AEMF ou jusqu'à ce qu'ils se soient vus refuser une telle inscription.

Cette interprétation est d'autant plus logique que le même article 46 paragraphe 4 du Règlement 600/2014 autorise également les Etats Membres à utiliser la prérogative ci-dessus si une décision d'équivalence de la Commission Européenne n'était plus en vigueur.

Il semblerait que l'article 46 paragraphe 4 du Règlement 600/2014 vise tout simplement à permettre aux Etats membres de rester entièrement souverains en ce qui concerne la prestation de services transfrontaliers (et *a fortiori* l'établissement de succursales) par des établissements de pays tiers sur leur territoire.

Ainsi, la Chambre de Commerce propose de modifier l'article 32 paragraphe 5 de la LSF comme suit :

« (5) **Sans préjudice des dispositions du titre VIII du règlement (UE) n° 600/2014**, les établissements de crédit et les autres personnes exerçant des activités du secteur financier qui sont originaires d'un pays tiers et qui ne sont pas établis au Luxembourg, mais qui y viennent occasionnellement et passagèrement, notamment pour y recueillir des dépôts ou d'autres fonds remboursables du public ainsi que pour y prêter tout autre service relevant de la présente loi, doivent être en possession d'un agrément du Ministre ayant dans ses attributions la CSSF **tant que les conditions de l'article 46 (2) du règlement (UE) n°**

600/2014 ne seront pas remplies ou qu'elles cesseront d'être remplies à l'égard de ces derniers. *L'obtention de l'agrément au Luxembourg est soumise à la condition que les établissements de crédit et les autres personnes exerçant des activités du secteur financier originaires d'un pays tiers soient, dans leur Etat d'origine, soumis à des règles d'agrément et de surveillance équivalentes à celles de la présente loi. ».*

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure, sous réserve de la prise en compte de ses remarques, d'approuver les amendements parlementaires sous rubrique.

GKA/PPA