

Objet : Projet de loi n°7426 relative à des mesures à prendre en relation avec le secteur financier en cas de retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et modifiant :

- 1. la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ; et**
- 2. la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés. (5270PMR)**

*Saisine : Ministre des Finances
(25 mars 2019)*

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

Le Projet de loi sous avis (ci-après, le « Projet ») vise, d'une part, à octroyer, pendant une période transitoire, le bénéfice des dispositions luxembourgeoises en matière de politiques d'investissement et règles de placement pour assurer, le cas échéant, la continuité des relations qui produisent des effets au-delà de la date prévue pour le retrait officiel du Royaume-Uni de l'Union européenne. D'autre part, le Projet doit permettre de continuer la commercialisation d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (en abrégé ci-après, les « OPCVM ») britanniques à des investisseurs de détail à Luxembourg.

La Chambre de Commerce salue le Projet en ce qu'il vise à maintenir un climat d'investissement favorable aux opérateurs du Royaume-Uni actifs à Luxembourg. Le Projet s'inscrit donc dans la même veine que le projet de loi n°7401 que la Chambre de Commerce avait commenté dans son avis n°5233 du 4 mars 2019.

Tout aussi bienvenu qu'il soit pour le marché luxembourgeois, la Chambre de Commerce estime que le Projet aurait dû être déposé beaucoup plus tôt. Elle se trouve en effet contrainte à devoir rendre un avis sur un texte en un temps record, ce qui n'est pas idéal, ni pour elle, ni pour ses ressortissants qui auraient préféré en avoir connaissance plus tôt dans le processus du Brexit pour s'organiser en conséquence.

Pour rappel, **s'agissant du premier volet du Projet**, les fonds d'investissement sont, de façon générale, soumis à des **règles spécifiques concernant leurs investissements** ainsi qu'en matière de gestion des risques. Ces règles sont reprises dans (i) les textes de loi, à savoir la loi du 17 décembre 2010 pour les OPCVM et les OPC relevant de la partie 2 et la loi du 13 février 2007 pour les fonds d'investissement spécialisés, dans le Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires et/ou dans (ii) les circulaires émises par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (en abrégé ci-après, la « CSSF »)¹.

¹ Il s'agit pour ces dernières et pour l'essentiel des circulaires suivantes : (i) Circulaire CSSF 08/380 du 26 novembre 2018 : Lignes de conduite du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM-CESR) concernant les actifs éligibles des OPCVM, (ii) Circulaire CSSF 11/512 (telle que modifiée par la circulaire CSSF 18/698) du 30 mai 2011) : Présentation des principaux changements du cadre réglementaire en matière de gestion des risques suite à la publication du règlement CSSF 10-4 et des précisions de l'ESMA, (iii) les Circulaires CSSF 14/592 du 30 septembre 2014 et CSSF 13/559 du 18 février 2013 : Lignes de conduite de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF-ESMA) concernant les fonds cotés (ETF) et autres questions liées aux OPCVM (iv) Circulaire CSSF 08/356 du 4 juin 2009 : Règles applicables aux organismes de placement collectif lorsqu'ils recourent à certaines techniques et instruments qui ont pour objet les valeurs mobilières et les instruments du marché monétaire (v) Circulaire CSSF 02/80 du 5 décembre 2002 : Règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif (en abrégé ci-après, les « OPC ») luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives et (vi) Circulaire CSSF 07/309 du 3 août 2007 : Répartition des risques dans le contexte des fonds d'investissement spécialisés (en abrégé ci-après, les « FIS »)

En dehors des règles d'investissement, les fonds d'investissement définissent une politique d'investissement dans leurs prospectus. A titre d'exemple, un fonds d'investissement pourrait avoir comme objectif de politique d'investissement d'investir dans des valeurs mobilières de pays membres de l'Union européenne, comprenant donc actuellement vingt-huit Etats membres dont le Royaume-Uni.

Par ailleurs, en cas de non-respect de la politique d'investissement et des règles de placement et dans un souci de protection des investisseurs, la Circulaire CSSF 02/77 du 27 novembre 2002 intitulée « Protection des investisseurs en cas d'erreur dans le calcul de la VNI et de réparation des conséquences de l'inobservation des règles de placement qui sont applicables aux organismes de placement collectif » introduit des obligations spécifiques en cas d'inobservations qui sont soit le fait de placements non conformes à la politique d'investissement telle que définie dans le prospectus de chaque fonds d'investissement, soit le fait d'un dépassement des limitations de placement ou d'emprunt qui leur sont imposées par la loi ou par le prospectus.

Dans ce contexte, il est généralement admis que dans le cas où un dépassement de la politique d'investissement et/ ou des règles de placement intervient indépendamment de la volonté d'un fonds d'investissement, celui-ci doit, dans ses opérations, avoir pour objectif prioritaire de régulariser cette situation en tenant compte de l'intérêt des investisseurs. Un tel dépassement est considéré de nature « passive » à l'opposé de dépassements dits « actifs », résultant des opérations réalisées par le gestionnaire d'investissement du fonds considéré.

Le Projet, dans son article 1^{er} (pour les fonds relevant de la loi du 17 décembre 2010 précitée) ainsi que dans son article 2 (pour les fonds relevant de la loi du 13 février 2008 précitée) pose le principe qu'un dépassement de politique d'investissement ou des règles de placement résultant du Brexit est à analyser comme un dépassement dit passif. En effet la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne est un événement externe sur lequel le fonds d'investissement n'a aucune emprise.

Un ajustement immédiat des positions détenues par un fonds d'investissement constatant un dépassement à la date du Brexit pourrait, selon les cas, être ou ne pas être dans l'intérêt des investisseurs. Par ailleurs, une vente massive à un moment *t* dans le temps (« *fire sale* ») pourrait avoir des conséquences négatives en termes de stabilité des marchés financiers.

En ce sens, la Chambre de Commerce considère que la possibilité qui est donnée aux fonds d'investissement de régulariser tout dépassement résultant du Brexit dans un horizon de temps de douze mois maximum, en relation avec des positions prises avant la date du Brexit, est appropriée compte tenu des circonstances. Elle est dans l'intérêt des investisseurs. Un tel délai constitue un maximum laissant toute flexibilité aux gestionnaires de fonds d'investissement de procéder à une régularisation dans un laps de temps plus court.

La Chambre de Commerce note par ailleurs que cette possibilité doit être préservée tout autant dans le cas d'un « hard » Brexit (sans qu'un accord de sortie ne soit signé) que dans le cas d'un « soft » Brexit sur base de l'accord de sortie. En effet, en ce qui concerne les dépassements de politique d'investissement, la requalification du Royaume-Uni en Etat tiers est une conséquence incontournable quel que soit le scénario retenu.

S'agissant du **second volet du Projet relatif à la commercialisation d'OPCVM britanniques à des investisseurs de détail à Luxembourg**, dans une communication en date

du 8 février 2018 intitulée « *Notice to Stakeholders of the EC of 8 February 2018* »², la Commission européenne a indiqué que, à la date du retrait du Royaume-Uni:

« UK UCITS management companies and UK AIF managers will no longer benefit from authorisation and will be treated as third country AIF managers. This means that those UK entities will no longer be able to manage funds and market funds in the EU on the basis of their current authorisations:

- a) For UCITS, EuVECA, EuSEF and ELTIF, both the investment funds and their managers must be established and registered or authorised in the EU to manage and market funds to retail and professional investors across the Union.*
- b) AIF managers need to be established and authorised in the EU to be allowed to manage and market AIFs to professional investors across the EU ».*

Selon les commentaires des articles, les dispositions de l'alinéa 2 de l'article 1^{er} du Projet permettent aux fonds britanniques concernés d'entreprendre les démarches nécessaires pendant un délai de maximum douze mois à compter de la date du Brexit et de solliciter de la CSSF un agrément pour une commercialisation aux investisseurs de détail à Luxembourg suivant les dispositions de l'article 100, paragraphe 1, de la loi du 17 décembre 2010 précité (cas d'une société de gestion agréée au Royaume-Uni) ou suivant les dispositions de l'article 46 de la loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatif (cas d'une société de gestion agréée comme gestionnaire de fonds d'investissement alternatif dans un Etat membre autre que le Royaume-Uni).

Ces dispositions appellent les commentaires suivants de la part de la Chambre de Commerce:

- (i) d'une part *uniquement les commentaires* des articles du Projet indiquent que « *pendant la période de 12 mois, les OPC concernés pourront entreprendre les démarches nécessaires auprès de la CSSF afin de pouvoir continuer la commercialisation de leurs parts au Luxembourg après cette période* » mais l'article 1^{er} du Projet ne couvre pas ce point ;
- (ii) d'autre part il y a une contradiction entre le 3^{ème} alinéa de l'article 1^{er} (article nouveau 186-6) du Projet et le commentaire y relatif : en effet le Projet indique que « *... ne pourront continuer à commercialiser leurs parts auprès d'investisseurs de détail au Luxembourg que sous la condition que la société de gestion d'OPCVM soit, au moment du retrait du Royaume-Uni de Grande Bretagne et d'Irlande du Nord de l'UE, en outre agréée par l'autorité compétente concernée en tant que gestionnaire de FIA au titre du chapitre II de la directive 2011/61/UE. Lorsque cette condition est remplie, ces OPC sont de plein droit autorisés à la commercialisation auprès des investisseurs de détail au Luxembourg sur base des dispositions de l'article 46 de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs pendant une période maximale de 12 mois...* ». En revanche, le commentaire de cet article dans le Projet indique « *Ainsi les sociétés de gestion qui gèrent actuellement des OPCVM britanniques devront, lorsqu'elles sont établies en dehors du Royaume-Uni, obtenir en plus de leur statut de société de gestion d'OPCVM un agrément en tant que gestionnaire de FIA...* ».

² https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/asset_management_en.pdf

Dès lors, la Chambre de Commerce recommande donc de modifier le 3^{ème} alinéa de l'article 1^{er} afin de donner la possibilité à une société de gestion d'OPVCM d'un Etat membre autre que le Royaume-Uni, de solliciter l'obtention d'une licence en tant que gestionnaire de fonds d'investissement alternatif pendant la période de 12 mois à compter de la date de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, tout en maintenant le droit pour cet OPCVM de continuer sa commercialisation pendant cette même période.

* * *

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

PMR/DJI