

Luxembourg, le 13 novembre 2024

Objet : Projet de loi n°8425¹ portant modification :

1° de la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés ;

2° de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;

3° de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier. (6696FKA)

*Saisine : Ministre des Finances
(24 juillet 2024)*

Avis de la Chambre de Commerce

Le projet de loi sous avis (ci-après le « Projet ») a pour objet de modifier la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés, la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, ainsi que la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

En bref

- La Chambre de Commerce salue l'introduction du rôle d'agent de contrôle en matière d'émission de titres, ainsi que l'utilisation de technologies des registres ou bases de données électroniques distribués, qui renforcent la sécurité et facilitent le partage des informations relatives à la détention des titres émis entre les différents acteurs du marché.
- Toutefois, elle considère pertinent d'autoriser d'autres entités d'exercer le rôle d'agent de contrôle.
- Elle estime également nécessaire d'apporter certaines clarifications quant aux différentes notions et dispositions du projet de loi sous avis.
- La Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de loi sous avis, sous réserve de la prise en compte de ses remarques.

¹ [Lien vers le projet de loi sur le site de la Chambre des Députés](#)

Considérations générales

Le Projet a pour objet, principalement, d'apporter des modifications ciblées à la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés afin de permettre au secteur financier de tirer parti des nouvelles technologies, dont notamment la technologie des registres ou bases de données électroniques distribués (ci-après la « technologie DLT² »).

Le Projet s'inscrit dans la continuité (a) de la loi du 1^{er} mars 2019 portant modification de la loi modifiée du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres (Blockchain I), (b) de la loi du 22 janvier 2021 portant modification de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier et de la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés (Blockchain II), et (c) de la loi du 15 mars 2023 portant modification de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière et de la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers et la mise en œuvre du règlement (UE) 2022/858 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements (UE) n° 600/2014 et (UE) n° 909/2014 et la directive 2014/65/UE (Blockchain III).

La Chambre de Commerce a soutenu les lois Blockchain I, II et III étant donné que ces dernières ont participé aux efforts de la place financière du Grand-Duché de Luxembourg de promouvoir la digitalisation et l'utilisation des nouvelles technologies dans le domaine de l'émission et de la circulation des titres.

Le Projet propose d'introduire la possibilité de recourir à un agent de contrôle en matière d'émission de titres. L'agent de contrôle se servira pleinement de la technologie DLT qui permet de sécuriser et de partager les informations sur la détention des titres émis entre les différents acteurs du marché pour l'exercice de ses missions. Les missions de l'agent de contrôle incluent la tenue du compte d'émission, le suivi de la chaîne de détention des titres et la réconciliation des titres émis.

Ce nouveau modèle axé sur un agent de contrôle constitue une alternative au modèle existant qui exige l'établissement d'une chaîne de détention à double échelon entre le teneur de compte central et les teneurs de comptes secondaires. Les titres dématérialisés inscrits sur un compte d'émission tenu par un agent de contrôle peuvent ainsi être maintenus par des teneurs de comptes sur des comptes-titres tenus au sein d'un registre distribué.

La Chambre de Commerce se félicite des dispositions du Projet qui visent à consolider le positionnement de la place financière luxembourgeoise comme centre de référence dans l'Union européenne pour l'utilisation de la technologie DLT, notamment dans le domaine de l'émission de titres dématérialisés, sous réserve de quelques améliorations possibles mentionnées ci-après.

Commentaire des articles

Concernant les articles 1^{er} à 14 du Projet - Modification de la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés (ci-après la « Loi sur la dématérialisation »)

Les articles 1^{er} à 14 du Projet visent à modifier la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés et plus spécifiquement à introduire le nouveau statut d'agent de contrôle dans ladite législation.

² DLT : Distributed Ledger Technology

1. Art. 1^{er}, 1bis; Art. 9, 2bis ; Art. 21 alinéa 2 de la Loi sur la dématérialisation - La définition de la technologie DLT

La Loi sur la dématérialisation définit la notion de compte d'émission comme un compte dans lequel des inscriptions de titres peuvent être effectuées « *au sein ou par le biais de dispositifs d'enregistrement électroniques sécurisés, y compris de registres ou bases de données électroniques distribués* » (Art. 1^{er}, alinéa 1bis).

Le Projet propose désormais d'ajouter la notion d'agent de contrôle dont la fonction serait de tenir ledit compte d'émission. Plus particulièrement, cet agent de contrôle est défini comme une entité « *désignée par l'émetteur et dont l'activité consiste à tenir le compte d'émission au sein ou par le biais d'un dispositif d'enregistrement électronique sécurisé, y compris un registre ou une base de données électronique distribué* » (Art. 1^{er} 10bis, alinéa (a), du Projet).

L'expression « *registre ou base de données électronique distribué* », pourtant plusieurs fois employée par la Loi sur la dématérialisation, n'est pas reprise dans l'exposé des motifs du Projet, qui privilégie plutôt la notion de « *technologie DLT* ». Bien que corrélées, ces deux notions sont distinctes et définies séparément dans deux règlements européens étroitement liés à l'émission d'instruments financiers (ou titres) :

- Art. 2, al. 1, et puis Art. 2, al. 2, du Règlement (UE) 2022/858 du 30 mai 2022 sur un régime pilote³, et
- Art. 3.1, al. 1, et puis Art. 3.1, al. 2, du Règlement (UE) 2023/1114 du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs⁴,

(ci-après les « **Règlements** »).

Par conséquent, la Chambre de Commerce note que ni la Loi sur la dématérialisation, ni le Projet, n'offrent de renvoi aux définitions de ces Règlements pour les notions de « *registre ou de base de données électronique distribué* » ou de « *technologie des registres distribués* » (DLT). Néanmoins, différentes dispositions de lois nationales renvoient à ces définitions. Tel est notamment le cas de l'article 1^{er}, alinéa 19, de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, ainsi que de l'article 1^{er}, alinéa 26, de la Loi du 30 mai 2018 concernant les marchés d'instruments financiers.

Pour des raisons de sécurité juridique, la Chambre de Commerce demande de définir les différentes notions en question dans le texte du Projet.

2. Art. 1^{er}, 10bis de la Loi sur la dématérialisation - La définition de l'agent de contrôle

a) Elargissement des entités autorisées à exercer le rôle d'agents de contrôle

Le point 3° de l'article 1^{er} du Projet introduit un nouveau point 10bis) qui définit la notion d'agent de contrôle aux fins de la Loi sur la dématérialisation.

La création d'une nouvelle figure juridique comme celle de l'agent de contrôle nécessite une différenciation claire par rapport aux structures existantes, afin d'éviter toute ambiguïté quant aux rôles, responsabilités, et obligations légales de chaque acteur. A cet effet, il serait utile d'apporter

³ [Règlement \(UE\) 2022/858 du 30 mai 2022 sur un régime pilote pour les infrastructures de marché reposant sur la technologie des registres distribués, et modifiant les règlements \(UE\) n° 600/2014 et \(UE\) n° 909/2014 et la directive 2014/65/UE](#)

⁴ [Règlement \(UE\) 2023/1114 du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements \(UE\) n° 1093/2010 et \(UE\) n° 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et \(UE\) 2019/1937](#)

des précisions supplémentaires sur la distinction entre la structure de l'agent de contrôle et celle du teneur de compte central.

La Chambre de Commerce considère également pertinent d'autoriser d'autres entités à exercer le rôle d'agent de contrôle.

D'une part, les dépositaires centraux de titres (ci-après les « DCT ») devraient être autorisés à gérer un compte d'émission en utilisant une technologie DLT, puisque l'enregistrement initial fait partie des fonctions principales d'un DCT, conformément au règlement (UE) n° 909/2014 du 23 juillet 2014, relatif à l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et aux dépositaires centraux de titres. Les DCT disposent ainsi déjà des processus nécessaires pour gérer la création d'instruments financiers sous forme dématérialisée. Il ne semble donc pas justifié d'exclure les DCT ou de restreindre leur rôle à celui d'organismes de liquidation uniquement. En outre, associer la fonction notariale au système de règlement des titres pourrait compromettre les efforts des DCT dans le développement des titres dématérialisés et de la technologie DLT, notamment en l'absence d'une dimension de règlement (transfert de la propriété des titres). Enfin, la gestion d'un compte d'émission par un DCT contribuerait également à réaliser les objectifs de flexibilité, de sécurité et de transparence énoncés dans le Projet de Loi.

D'autre part, il serait également pertinent d'ajouter les opérateurs de marché, tels que définis à l'article 4.1 (18) de la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE (MiFID II). Les opérateurs de marché agissent quotidiennement pour garantir la transparence, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs. Ces fonctions sont parfaitement alignées avec les objectifs principaux du Projet, à savoir assurer la transparence et la sécurité. De plus, cette proposition ne constituerait pas une véritable nouveauté, car elle serait en phase avec l'objectif du régime pilote DLT, conformément au règlement (UE) 2022/858 du 30 mai 2022 sur un régime pilote, qui vise à encourager l'innovation fondée sur la technologie DLT avec l'introduction de nouveaux types d'acteurs de marché regroupant des fonctions traditionnellement réservées à des entités spécifiques et distinctes. Un exemple utile pour illustrer cette proposition est l'introduction, par le régime pilote DLT, des systèmes de négociation et de règlement basés sur la DLT (DLT TSS). Un DLT TSS, qui combine les fonctions de négociation et post-négociation (y compris le règlement), peut être exploité par des opérateurs de marché.

Le même article prévoit que l'agent de contrôle est responsable de « *faire le suivi à tout moment de la chaîne de détention des titres dématérialisés tenus dans des comptes-titres au sein ou par le biais d'un dispositif d'enregistrement électronique sécurisé, y compris un registre ou une base de données électronique distribué ...* ».

Pour des raisons de sécurité juridique, la Chambre de Commerce estime nécessaire qu'il soit apporté des précisions supplémentaires à ce sujet.

Enfin, il serait également utile de préciser les modalités de la première distribution, étant donné que le rôle de l'agent de contrôle se limite à la gestion du compte d'émission. La Chambre de Commerce juge essentiel d'identifier clairement l'institution responsable de cette distribution.

3. Art. 4, alinéa 2 de la Loi sur la dématérialisation - L'agent de contrôle devrait être ajouté

Dans le dernier paragraphe de l'article 4 de la Loi sur la dématérialisation, la notion de l'agent de contrôle devrait être ajouté à l'obligation de dépôt qui y est énoncée, et le texte modifié en conséquence :

« *Tout émetteur immatriculé au registre de commerce et des sociétés du Grand-Duché de Luxembourg doit déposer audit registre dans les conditions prévues à l'article 9 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, un extrait aux fins de publication au Mémorial, Recueil des Sociétés et Associations indiquant la dénomination et l'adresse de l'organisme de liquidation, **ou** du teneur de compte central **ou** de l'agent de contrôle choisi.* »

4. Art. 16, alinéa 3 de la Loi sur la dématérialisation – L'agent payeur

Le Projet propose d'ajouter un troisième alinéa à l'article 16 de la Loi sur la dématérialisation disposant que : « *En cas de désignation d'un agent de contrôle par l'émetteur, le versement des distributions par l'émetteur à l'agent payeur mandaté par l'émetteur est libératoire pour l'émetteur. L'agent payeur verse ces distributions aux titulaires de compte pertinents tels que désignés par l'agent de contrôle. Ce versement est libératoire pour l'agent payeur* ».

La Chambre de Commerce note que le nouveau paragraphe ne fait mention de l'agent payeur qu'en lien avec l'agent de contrôle, alors que l'agent payeur pourrait également jouer un rôle important pour l'organisme de règlement et le teneur de compte central.

Par conséquent, elle recommande d'adopter une formulation plus générale, telle que « agent désigné par l'émetteur », afin de couvrir également les cas où le paiement est effectué par un autre agent de l'émetteur en cas de défaillance de l'agent payeur. Cela permettrait de couvrir toutes les situations et renforcerait la clarté du texte légal.

5. Art. 17(1bis) de la Loi sur la dématérialisation - Le règlement de gestion

L'article 10 du Projet introduit un nouvel paragraphe 1bis qui prend en compte le cas où l'émetteur opte pour le nouveau modèle fondé sur la désignation d'un agent de contrôle et souhaite recevoir des données d'identification sur les détenteurs de titres. Il semble que dans cet article, la référence au « *règlement de gestion* » ait été omise. À titre de comparaison, l'article 17(1) fait référence au « *règlement de gestion* », ce qui est important, en particulier, pour les fonds d'investissement émis sous une forme contractuelle (fonds communs de placement).

La Chambre de Commerce suggère de modifier cet article, comme suit : « *En cas de désignation d'un agent de contrôle par l'émetteur, et si ~~les statuts~~ **ou le règlement de gestion de l'émetteur**⁵ ou l'arrangement contractuel conclu avec l'agent de contrôle le prévoient (...)* ».

Concernant le nouveau paragraphe 5, la Chambre de Commerce note que ces dispositions reprennent celles déjà énoncées à l'article 17(4), ce qui crée une certaine redondance. Il serait donc pertinent de fusionner ce paragraphe avec l'article 17(4), en intégrant la mention spécifique relative à la « *désignation d'un agent de contrôle par l'émetteur...* », sans que cela ne porte atteinte aux dispositions existantes.

6. Art. 20 de la Loi sur la dématérialisation - Clarification du statut du compte d'émission et ses implications en cas d'insolvabilité

Concernant l'article 20 de la Loi sur la dématérialisation, il serait opportun que le Projet précise explicitement que le « compte d'émission » ne constitue pas un « compte-titres » au sens de la loi du 1^{er} août 2001 relative à la circulation de titres.

Par conséquent, aucun titre n'est « détenu » sur ce compte et aucun titre ne peut y être saisi, ni aucun mécanisme de compensation ne peut s'y appliquer. En pratique, le « compte d'émission »

⁵ Proposition du texte par la Chambre de Commerce en gras

se rapprocherait davantage d'un « registre » permettant de suivre l'émission des titres. Une telle clarification serait particulièrement utile, notamment dans les cas où le « compte d'émission » est tenu à l'étranger, afin d'apporter des certitudes quant à la situation du compte et des titres qui y sont « enregistrés » en cas d'insolvabilité.

7. Art. 21bis(1) de la Loi sur la dématérialisation – exigences professionnelles et réputationnelles de l'agent de contrôle

L'article 14 du Projet introduit un nouvel article 21bis dans la loi précitée, relatif aux capacités opérationnelles et techniques dont doivent disposer les entreprises d'investissement, les établissements de crédit et les organismes de liquidation pour l'exercice de l'activité d'agent de contrôle.

Comme indiqué dans les commentaires des articles, ces exigences sont alignées sur celles posées à l'article 28-12, paragraphe 2, de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

Cependant, bien que ce même article précise qu'il est attendu qu'« *Au moins une des personnes chargées de la gestion de l'agent de contrôle dispose d'une expérience professionnelle adéquate* », la Chambre de Commerce relève l'absence de référence explicite à des exigences d'honorabilité et de réputation, exigences communément requises au Luxembourg, en particulier dans ce secteur. Sur la base du texte actuel, il semble que la CSSF ne serait plus en mesure d'exiger la déclaration sur l'honneur habituelle concernant ces aspects, en particulier pour les agents de contrôle domiciliés dans d'autres États membres de l'Union européenne, pour lesquels ces éléments n'auraient pas été préalablement fournis. Ainsi, il serait pertinent d'ajouter des exigences formelles en matière d'honorabilité et de réputation dans le texte du Projet.

Par ailleurs, il serait judicieux d'utiliser la forme plurielle pour les termes « système informatique » et « mécanisme de contrôle », afin de préciser : « (...) ainsi que des systèmes informatiques et des mécanismes de contrôle (...) ».

8. Art. 21 bis(2) de la Loi sur la dématérialisation - Clarification sur la documentation pour notification à la CSSF et le début des activités de l'agent de contrôle

La Chambre de Commerce recommande d'apporter des précisions concernant les informations et documentations à fournir dans le cadre de la notification préalable que l'agent de contrôle doit soumettre à la CSSF, selon le nouvel article 21 (bis) 2. En effet, l'article reste vague à ce sujet, indiquant uniquement « *doit (...) être accompagnée des informations nécessaires pour justifier le respect des conditions légales visées au paragraphe 1^{er}* ». Des clarifications supplémentaires, soit dans le texte du Projet, soit sous la forme de lignes directrices de la CSSF, seraient utiles, afin d'éviter toute incertitude réglementaire à cet égard.

Par ailleurs, bien que cet article précise que « *La notification visée à l'alinéa 1^{er} doit être fournie à la CSSF au moins deux mois avant l'exercice de l'activité d'agent de contrôle* », il convient de clarifier si, en l'absence de réponse de la CSSF dans ce délai, l'agent de contrôle peut légitimement commencer ses activités et considérer le silence de l'autorité comme un accord tacite. À ce titre, la Chambre de Commerce estime qu'une clarification sur ce point serait nécessaire pour éviter toute ambiguïté juridique.

Concernant l'article 15 du Projet - Modification de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier

L'article 15 reflète, par souci d'assurer une bonne articulation entre les textes légaux, dans l'article 28-11 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, les modifications opérées dans la loi modifiée du 6 avril 2013 qui ont trait à l'activité d'agent de contrôle.

La Chambre de Commerce n'a pas des commentaires à formuler quant à cette disposition.

Concernant l'article 16 du Projet - Modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier

L'article 16 du Projet vient compléter l'article 2 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier (ci-après la « CSSF »). Cet article précise que la CSSF doit également veiller au respect de l'article 21 *bis* de la loi modifiée du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés, ainsi qu'aux mesures prises pour son exécution par les agents de contrôle mentionnés dans ladite loi.

La Chambre de Commerce n'a pas des commentaires à formuler quant à cette disposition.

Considérations supplémentaires

La Chambre de Commerce estime qu'il est utile d'apporter des clarifications supplémentaires ou des ajustements pour garantir une mise en œuvre harmonieuse et cohérente avec le cadre légal existant, notamment en matière de :

- **Gouvernance** : bien que le Projet fasse état de l'exigence d'un solide dispositif de gouvernance interne, il n'apporte pas de directives spécifiques sur les moyens de mise en œuvre de ces standards, ni sur les mécanismes de supervision prévus par la CSSF pour en garantir la bonne application. Des guidelines plus spécifiques de la part du Régulateur à ce sujet seraient appréciables.
- **Obligations de reporting** : les exigences en matière de *reporting* et les responsabilités respectives de la banque dépositaire et des autres acteurs ne sont pas clairement définies dans le Projet. Plus spécifiquement, une clarification des responsabilités concernant les anomalies ou écarts de réconciliation des positions des investisseurs et porteurs de parts dans les enregistrements du système DLT permettrait de réduire le risque juridique latent.
- **Titres dématérialisés / parts nominatives** : il convient de souligner que, dans le cadre d'actions dématérialisées, les gestionnaires d'actifs ou de fonds devront recourir à un tiers supplémentaire, réglementé et soumis à une surveillance prudentielle (en plus de l'agent de transfert et du teneur de registre) pour l'émission de parts dématérialisées via la DLT. Cela pourrait entraîner une augmentation significative des frais. Pour répondre à cette problématique, une solution envisageable serait l'émission d'actions nominatives via DLT. Cependant, le Projet actuel ne fait aucune mention de cette possibilité. Bien qu'aucun obstacle réglementaire ou de marché n'empêche l'émission *ab initio* de parts nominatives via DLT, une incertitude réglementaire subsiste à ce sujet. Dès lors, la Loi modifiée de 1915 sur les sociétés commerciales pourrait être amendée pour lever cette incertitude, renforçant ainsi l'attractivité du Luxembourg et offrant une plus grande sécurité juridique, ce qui contribuerait à la compétitivité de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, où l'émission de parts nominatives est historiquement privilégiée.
- **Titres cotés DLT** : la Chambre de Commerce estime qu'il serait pertinent d'initier des discussions sur la mise en place des titres DLT cotés prévus dans le cadre juridique luxembourgeois.

Bien que consciente des limitations juridiques potentielles⁶, l'accès aux marchés secondaires, l'accès au trading et l'augmentation de la liquidité seraient globalement bénéfiques pour le marché luxembourgeois.

- **Compte d'émission** : le Projet manque de précision, quant à la possibilité de considérer le compte d'émission comme effectivement domicilié à Luxembourg (via l'établissement qui y a son siège ou via un établissement stable) dans l'hypothèse où celui-ci serait tenu par un agent de contrôle étranger via DLT. Cette considération est particulièrement significative dans le cas de mise en garantie.
- **Territoire** : le Projet ne vise pas à élargir le champ territorial des organismes de liquidation prévu dans la Loi sur la dématérialisation, en restreignant cette activité aux seules entités établies au Luxembourg. Cette limitation apparaît contradictoire, notamment par rapport aux autres statuts juridiques introduits par le Projet (tels que l'Agent de Contrôle). Afin de favoriser un cadre plus adaptable, il serait souhaitable de prévoir une plus grande flexibilité dans le Projet et d'éviter de telles restrictions.

* * *

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

FKA/DJI

⁶ L'utilisation de la DLT pour les titres cotés pourrait nécessiter l'établissement de nouvelles infrastructures ou adaptations des infrastructures de trading existantes pour intégrer les exigences de liquidité, de transparence et de protection des investisseurs.