

N°8498
CHAMBRE DES DEPUTES

Projet de loi portant modification de :

- 1° la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;
- 2° la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs ;
- 3° la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers,

en vue de la transposition de :

- 1° la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers ;
- 2° l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen ;
- 3° l'article 1^{er} de la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE,

et de la mise en œuvre du règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres

* * *

RAPPORT DE LA COMMISSION DES FINANCES
(17.06.2025)

La Commission se compose de : Mme Diane ADEHM, Président, M. Maurice BAUER, Rapporteur ; MM. Guy ARENDT, André BAULER, Mmes Taina BOFFERDING, Corinne CAHEN, MM. Sven CLEMENT, Franz FAYOT, Patrick GOLDSCHMIDT, Claude HAAGEN, Fred KEUP, Laurent MOSAR, Marc SPAUTZ, Mme Sam TANSON, et M. Michel WOLTER, Membres

*

1. Antécédents

Le projet de loi n°8498 a été déposé par le Ministre des Finances le 12 février 2025.

Lors de la réunion de la Commission des Finances du 25 mars 2025, le projet de loi a été présenté aux membres de la commission et Monsieur Maurice Bauer a été désigné rapporteur du projet de loi.

L'avis du Conseil d'État porte la date du 3 juin 2025. Il a été examiné par la Commission des Finances le 17 juin 2025.

L'adoption du projet de rapport a eu lieu au cours de la même réunion.

2. Objet du projet de loi

Le présent projet de loi poursuit 3 objectifs principaux.

En premier lieu, il vise à transposer en droit luxembourgeois la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (« directive modificative (UE) 2024/790 »), et à mettre en œuvre le règlement correspondant (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres (« règlement modificatif (UE) 2024/791 »). Ces deux textes forment le paquet dit « MiFID/MiFIR Review ».

En second lieu, il vise à transposer l'article 1^{er} de la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE (« directive modificative (UE) 2024/2811 », dite « Listing Directive »).

En troisième lieu, il vise à transposer en droit luxembourgeois l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen (« directive (UE) 2023/2864 », dite « directive ESAP »).

1. Transposition de la directive modificative (UE) 2024/790 et mise en œuvre du règlement modificatif (UE) 2024/791

Le présent projet de loi vise à transposer en droit luxembourgeois la directive modificative (UE) 2024/790 et à mettre en œuvre le règlement modificatif (UE) 2024/791. Ces deux textes modifient la réglementation européenne sur les marchés d'instruments financiers. Ces modifications répondent à l'objectif de la Commission européenne d'améliorer, de simplifier et d'harmoniser davantage les règles de transparence relatives aux données de négociation d'instruments financiers sur les plates-formes de négociation. Il s'agit ainsi de permettre à tout investisseur d'accéder à une vue consolidée des prix et des volumes des instruments financiers négociés dans toute l'Union européenne sur des plates-formes de négociation, et de faciliter ainsi leur accès sur les marchés de capitaux. La mise en place d'un système consolidé de publication par le règlement modificatif (UE) 2024/791 permettra à tout investisseur, y compris à l'investisseur de détail, d'accéder de manière instantanée et transparente aux données de marché. Les investisseurs pourront dès lors vérifier s'ils ont obtenu le meilleur prix pour la vente ou l'achat de valeurs mobilières.

D'autres modifications concernent notamment le paiement pour le flux d'ordres (Payment For Order Flow ou « PFOF ») et l'introduction de nouvelles règles concernant les dérivés sur matières premières.

2. Transposition de l'article 1^{er} de la directive modificative (UE) 2024/2811

En second lieu, la loi en projet vise à transposer en droit luxembourgeois l'article 1^{er} de la directive modificative (UE) 2024/2811. En effet, cette directive, qui fait partie du « Listing package », apporte également des modifications au cadre légal applicable aux marchés d'instruments financiers. L'objectif général du Listing Package est de faciliter l'accès aux marchés de capitaux, en particulier pour les petites et moyennes entreprises, tout en

maintenant un niveau approprié de protection des investisseurs et d'intégrité du marché. Les règles relatives à la recherche sont également adaptées en vue de revitaliser le marché de la recherche en investissement concernant les entreprises de l'Union européenne, en particulier les PME, et de renforcer ainsi la visibilité de ces entreprises et d'augmenter leurs chances d'attirer des investisseurs potentiels.

3. Transposition de l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864

En troisième lieu, le projet de loi vise à transposer en droit luxembourgeois l'article 3 de la directive ESAP qui a un délai de transposition anticipé. Le point d'accès unique européen est issu du règlement (UE) 2023/2859 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité. Son objectif est de permettre au public d'accéder facilement et de manière centralisée aux informations relatives aux entités et à leurs produits qui sont rendues publiques et qui permettent aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement éclairées, informées et responsables.

Ces informations seront collectées en plusieurs étapes, permettant ainsi une extension progressive du champ des données réglementaires disponibles dans l'ESAP. La première étape portera sur les informations visées à l'article 3 susmentionné, c'est-à-dire celles publiées conformément à la directive Transparence et rendues accessibles au niveau de l'ESAP en vertu dudit article.

3. L'avis du Conseil d'État

Dans son avis du 3 juin 2025, le Conseil d'État note la triple finalité du présent projet de loi.

Pour le détail de l'avis de la Haute Corporation, il est renvoyé au commentaire des articles.

4. Commentaire des articles

Observations générales d'ordre légistique du Conseil d'État

Selon le Conseil d'État, il y a lieu d'indiquer avec précision et de manière correcte les textes auxquels il est renvoyé, en commençant par l'article et ensuite, dans l'ordre, le paragraphe, l'alinéa, le point, la lettre et la phrase visés.

Au cas où un règlement européen a déjà fait l'objet de modifications, il convient d'insérer les termes « , tel que modifié » après l'intitulé complet de celui-ci.

La Commission des Finances décide de ne pas ajouter la précision proposée à l'intitulé des règlements européens à des fins de cohérence avec le texte des lois existantes.

Intitulé

Selon le Conseil d'État, l'intitulé du projet de loi prête à croire que le texte de loi en projet comporte tant des dispositions autonomes que des dispositions modificatives. Comme la visée de la loi en projet est toutefois entièrement modificative, il y a lieu de reformuler l'intitulé de manière qu'il reflète cette portée.

Au vu des développements qui précèdent, l'intitulé de la loi en projet sous revue est à reformuler comme suit :

« Projet de loi portant modification de :

1° la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;

2° la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs ;

3° la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers,

en vue de la transposition de :

1° la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers ;

2° l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen ;

3° l'article 1^{er} de la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE,

et de la mise en œuvre du règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres ».

La Commission des Finances décide de reprendre l'intitulé proposé par le Conseil d'État.

Préambule (selon le Conseil d'État)

En application de la circulaire CIRC-MESJ-2025.01 du Premier ministre du 10 février 2025, le Conseil d'État demande de veiller à ce que le texte voté soit muni d'un préambule indiquant le règlement européen à mettre en œuvre et les directives à transposer en vue de la promulgation par le Grand-Duc.

Au vu de ce qui précède, la Commission des Finances insère un préambule dans la loi en projet, qui prend la teneur suivante :

« Nous Henri, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau,

Vu la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen ;

Vu la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers ;

Vu la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE ;

Vu le règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres ;

Le Conseil d'État entendu ;

[Vu l'adoption par la Chambre des Députés ;

Vu la décision de la Chambre des Députés du [*insérer date*] et celle du Conseil d'Etat du [*insérer date*] portant qu'il n'y a pas lieu à second vote ;]

Avons ordonné et ordonnons : »

Chapitre 1^{er}

Article 1^{er}

L'article 1^{er} du projet de loi vise à modifier l'article 1^{er}, point 32*quater*-1), de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier (ci-après, la « loi modifiée du 5 avril 1993 »), en vue de transposer l'article 1^{er}, point 3, lettre a), de la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après, la « directive modificative (UE) 2024/790 »).

Ladite lettre a) modifie la définition de système multilatéral figurant à l'article 4, paragraphe 1^{er}, point 19, 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 (refonte) (dite « MiFID II », ci-après, la « directive 2014/65/UE ») afin d'opérer un renvoi vers la définition de « système multilatéral », qui figure désormais dans le 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 (UE) n° 600/2014 »). Dès lors, pour des raisons de lisibilité, l'article 1^{er}, point 32*quater*-1), de la loi modifiée du 5 avril 1993 renverra dorénavant directement à la définition de « système multilatéral » contenue dans le règlement (UE) n° 600/2014.

Comme l'indique le considérant 4, la définition de « système multilatéral » est transférée vers le règlement (UE) n° 600/2014 afin de garantir l'application uniforme de cette définition à travers l'Union européenne, ainsi que l'application uniforme de l'obligation pour les systèmes hybrides de n'exercer des activités de négociation multilatérale qu'à condition d'être agréés en tant que marché réglementé, système multilatéral de négociation (MTF) ou système organisé de négociation (OTF). En effet, tandis que l'article 1^{er}, paragraphe 7, de la directive

2014/65/UE impose aux systèmes multilatéraux de fonctionner conformément aux exigences applicables aux marchés réglementés, aux MTF ou aux OTF, et leur impose par conséquent l'obligation d'être agréés, il ressort, selon le considérant 4, des pratiques de marché que le principe selon lequel une activité multilatérale de négociation est soumise à agrément, n'ait pas été respecté dans toute l'Union européenne, ce qui a conduit à une inégalité des conditions de concurrence entre les systèmes multilatéraux qui sont agréés en tant que marché réglementé, MTF ou OTF d'une part, et les systèmes multilatéraux qui ne sont pas agréés comme tels, d'autre part.

Article 2

L'article 2 du projet de loi modifie l'article 1-1, paragraphe 2, lettre e), point (ii), de la loi modifiée du 5 avril 1993 aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 2, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 2, paragraphe 1^{er}, lettre d), point ii), de la directive 2014/65/UE. Il s'agit d'apporter des modifications ponctuelles au champ d'application de la loi modifiée du 5 avril 1993 afin d'exclure certaines personnes négociant pour compte propre de l'obligation d'être agréées en tant qu'entreprise d'investissement ou établissement de crédit.

Le Conseil d'État signale au sujet de la phrase liminaire, que lorsqu'il est renvoyé à un chiffre (i), (ii), (iii), ..., ou i), ii), iii), ..., il y a lieu d'utiliser le terme « sous » avant le chiffre référé, et non le terme « point ». Cette observation vaut également pour l'article 9, à l'article 20-1, paragraphe 2, à insérer.

La Commission des Finances décide de ne pas suivre l'avis du Conseil d'Etat, à des fins de cohérence avec les lois applicables au secteur financier qui recourent généralement à la notion de « point ».

Le point 1° vise à modifier l'article 1-1, paragraphe 2, de la loi modifiée du 5 avril 1993 au niveau de la lettre e), en supprimant l'obligation d'agrément pour les personnes qui négocient pour leur propre compte sur une plate-forme de négociation au moyen d'un accès électronique direct. Comme l'indique le considérant 5, les fournisseurs d'accès électronique direct doivent être des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit agréés. Ceux-ci doivent veiller à ce que leurs clients utilisant cet accès électronique se conforment aux exigences prévues à l'article 17, paragraphe 5, et l'article 48, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE. Par conséquent, le considérant 5 note que « *Cette fonction de contrôleur est efficace et rend inutile la sujétion des clients du fournisseur d'accès électronique direct, y compris des personnes négociant pour compte propre, à la directive 2014/65/UE. En outre, la suppression de cette exigence contribuerait à l'égalité des conditions de concurrence entre, d'une part, les personnes établies dans l'Union et, d'autre part, les personnes établies dans un pays tiers qui accèdent aux plates-formes de l'Union via un accès électronique direct, pour lesquelles la directive 2014/65/UE n'exige pas d'agrément.* ».

Le point 2° vise à modifier ladite lettre e) de l'article 1-1, paragraphe 2, de la loi modifiée du 5 avril 1993, de manière à étendre l'exemption de l'agrément également aux entités non financières qui sont membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un MTF aux seules fins de l'exécution de transactions concernant la gestion de la liquidité ou de la réduction de risques directement liés à leur activité commerciale ou aux activités de financement de trésorerie. En effet, comme le note le considérant 5, « *Les entités non financières qui sont membres ou participants d'un marché réglementé ou d'un MTF aux fins de l'exécution de transactions concernant la gestion de la liquidité ou aux fins de la réduction des risques directement liés aux activités commerciales ou aux activités de financement de trésorerie ne devraient pas être tenues d'être agréées en tant qu'entreprise d'investissement car une telle obligation serait disproportionnée.* ».

Article 3

Aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 2, lettres a) et b), de la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE (ci-après, la « directive modificative (UE) 2024/2811 »), les articles 3 et 4 du projet de loi visent à refléter dans la loi modifiée du 5 avril 1993 les changements apportés à l'article 24 de la directive 2014/65/UE concernant les règles applicables en matière de recherche.

Concrètement, les règles de dissociation de la recherche sont adaptées dans le but de revitaliser le marché de la recherche en investissements concernant les entreprises de l'Union européenne, en particulier les PME, et de renforcer ainsi la visibilité de ces entreprises et d'augmenter leurs chances d'attirer des investisseurs potentiels.

En effet, d'après la directive 2014/65/UE, la fourniture de recherche est considérée comme une forme d'incitation, c'est-à-dire un avantage porteur de potentiels conflits d'intérêts dans le cadre de la fourniture de services de gestion de portefeuille pour compte de tiers ou de conseil en investissement, qui pourraient empêcher les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de fournir lesdits services de manière honnête, équitable et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients. Pour cette raison, les règles actuelles relatives à la recherche imposent de séparer les paiements reçus en tant que commissions de courtage des rémunérations reçues pour la recherche en investissements (« règles de dissociation de la recherche » ou « *unbundling rules* »). En 2021, ces règles avaient été modifiées par la directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil afin de permettre des paiements groupés pour des services d'exécution et de la recherche pour les émetteurs dont la capitalisation boursière ne dépasse pas un milliard d'euros.

Désormais, les règles de dissociation de la recherche seront, par les changements introduits par la directive modificative (UE) 2024/2811, adaptées davantage afin de revitaliser le marché de la recherche en investissements concernant les entreprises de l'Union européenne, de manière à offrir une plus grande souplesse dans la manière d'organiser les paiements pour les services d'exécution et la recherche, limitant ainsi les situations dans lesquelles des paiements séparés pourraient s'avérer trop lourds. En conséquence, le seuil de capitalisation boursière des entreprises pour lesquelles il est possible de regrouper les paiements liés aux services d'exécution et à la recherche peut être supprimé.

C'est dans cette optique que l'article 3, point 1^o, lettre a), de la loi en projet vise à modifier l'article 37-3, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la loi modifiée du 5 avril 1993 afin de transposer fidèlement les modifications apportées à l'article 24, paragraphe 9*bis*, de la directive 2014/65/UE à travers l'article 1^{er}, point 2, lettre b), point i), de la directive modificative (UE) 2024/2811. Les ajustements visent à permettre désormais aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires à des clients, de regrouper les paiements liés aux services d'exécution et à la recherche, sous condition de se conformer à certaines obligations spécifiques lorsqu'ils reçoivent de la recherche de tiers. Ces ajustements permettent donc auxdits établissements de crédit et entreprises d'investissement de procéder de la manière qu'ils jugent la plus appropriée en ce qui concerne les paiements pour les services d'exécution et la recherche, tout en assurant une certaine transparence à l'égard des clients quant au choix de la méthode de paiement. Il s'agit de garantir ainsi que la fourniture de recherche en investissements par des tiers à ces établissements de crédit et entreprises d'investissement ne soit pas considérée comme une incitation. A titre d'exemple, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement devront satisfaire à certaines obligations, comme par exemple celle d'indiquer à leurs clients

s'ils appliquent une méthode de paiement séparée ou conjointe pour la fourniture de services d'exécution et de recherches fournies par des tiers, faire part aux clients de leur politique d'entreprise et d'indiquer, en fonction de la méthode de paiement choisie par l'entreprise, le type d'informations qui peuvent être fournies, ou bien de faire part aux clients des mesures en place pour prévenir ou gérer les conflits d'intérêts résultant du recours à des recherches fournies par un tiers ou de la transmission à des clients de telles recherches lors de la prestation de services d'investissement à ces clients. Quelle que soit la méthode de paiement choisie, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement devront également procéder à une évaluation de la qualité, de la facilité d'utilisation et de la valeur des recherches qu'ils utilisent, afin de s'assurer que ces recherches contribuent à améliorer le processus de prise de décision en matière d'investissement par les clients de l'entreprise.

Selon le Conseil d'État, au point 1°, lettre a), phrase liminaire, il y a lieu de supprimer la virgule après les termes « points 1, 2 et 3 ».

La Commission des Finances procède à cette suppression.

Ensuite, l'article 3, point 1°, lettre b), du projet de loi vise à remplacer, au niveau de l'article 37-3, paragraphe 1^{er}, alinéa 3, de la loi modifiée du 5 avril 1993, la référence au paragraphe 1^{er} par une référence à l'article en question et à l'article 37-3*bis*, étant donné que désormais non seulement ledit paragraphe 1^{er}, mais également le nouveau paragraphe 1*ter* et l'article 37-3*bis* se réfèrent à la notion de recherche.

L'article 3, point 1°, lettre c), du projet de loi vise à transposer l'article 1^{er}, point 2, lettre b), point ii), de la directive modificative (UE) 2024/2811, qui introduit plusieurs nouveaux alinéas à l'article 24, paragraphe 9*bis*, de la directive 2014/65/UE. Ces nouveaux alinéas, qui sont introduits à l'article 37-3, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 5 avril 1993, visent à clarifier que les commentaires sur les activités de négociation et autres services de conseil transactionnel sur mesure intrinsèquement liés à l'exécution d'une transaction sur instruments financiers, ne sont pas considérés comme de la recherche en investissements, étant donné qu'ils sont concomitants de l'exécution de transactions sur instruments financiers et permettent ainsi aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement qui proposent des services d'exécution de démontrer la qualité de l'exécution qu'ils obtiennent pour leurs clients. En outre, le nouvel alinéa 6 vise à expliquer que, lorsqu'un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement reçoit les recherches d'un prestataire de recherche, qui ne prend pas part à des services d'exécution et n'appartient pas à un groupe de services financiers comprenant un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement qui offre des services d'exécution ou de courtage, la fourniture de ces recherches à l'établissement de crédit ou à l'entreprise d'investissement est considérée comme étant conforme à l'obligation pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement d'agir de la manière qui sert aux mieux les intérêts de leurs clients. Le nouvel alinéa 7 vise à exiger des établissements de crédit et des entreprises d'investissement de tenir un registre des coûts totaux imputables aux recherches fournies par un tiers pour leur compte, lorsqu'ils en ont connaissance. Sur demande, ces informations devront être mises à la disposition des clients de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement une fois par an.

L'article 3, point 2°, du projet de loi vise à transposer partiellement l'article 1^{er}, point 2, lettre a), de la directive modificative (UE) 2024/2811, dans la mesure où celui-ci introduit un nouveau paragraphe 3*bis* à l'article 24 de la directive 2014/65/UE. Un nouveau paragraphe 1*ter* est introduit à l'article 37-3 de la loi modifiée du 5 avril 1993, exigeant que les recherches produites par des établissements de crédit, des entreprises d'investissement ou par des tiers et utilisées par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement, leurs clients ou clients potentiels, ou qui leur sont communiquées, soient correctes, claires et non trompeuses. Ledit nouveau paragraphe 1*ter* précise que les recherches doivent être clairement identifiables en tant que telles et qu'elles doivent remplir

les conditions qui leur sont applicables et prévues par le règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE.

Article 4

L'article 4 du projet de loi vise également à transposer l'article 1^{er}, point 2, lettre a), de la directive modificative (UE) 2024/2811, en ce qui concerne les nouveaux paragraphes 3^{ter}, 3^{quater}, 3^{quinquies} et 3^{sexies} qui sont introduits à l'article 24 de la directive 2014/65/UE. En effet, afin d'encourager davantage la recherche en investissements concernant les entreprises de l'Union européenne, de nouvelles mesures sont introduites, qui consistent à exiger des établissements de crédit et des entreprises d'investissement qui communiquent à leurs clients des recherches financées entièrement ou partiellement par l'émetteur, de mettre en place des dispositions organisationnelles garantissant que ces recherches soient produites conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur visé à l'article 24, paragraphe 3^{quater}, de la directive 2014/65/UE.

Le considérant 6 de la directive modificative (UE) 2024/2811 note que, afin de renforcer la reconnaissance des recherches financées par l'émetteur qui sont élaborées conformément à ce code de conduite de l'Union et d'éviter que ces recherches ne soient confondues avec d'autres formes de recommandation qui ne sont pas conformes à ce code de conduite de l'Union, les nouvelles mesures introduites prévoient que seules les recherches financées par l'émetteur qui sont élaborées conformément audit code de conduite de l'Union pourront être désignées comme telles. Ce code de conduite de l'Union sera établi sur la base de normes techniques de réglementation élaborées par l'Autorité européenne de surveillance (ci-après, l'« AEMF »).

Une autre mesure introduite par l'article 4 du projet de loi consiste à permettre aux émetteurs qui rémunèrent des recherches financées par l'émetteur de renforcer la visibilité de ces recherches auprès du public en leur donnant la possibilité de soumettre ces recherches à l'organisme de collecte compétent tel que défini à l'article 2, point 2, du règlement (UE) 2023/2859 (dit « règlement ESAP »).

À l'article 37-3^{bis}, paragraphes 2 et 4, première phrase, à insérer, le Conseil d'État suggère d'omettre le terme « susmentionné ». Cette observation vaut également pour l'article 6, point 2°, à l'article 53, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, points 23 et 24, à insérer.

La Commission des Finances procède à la suppression du terme « susmentionné » aux endroits indiqués par le Conseil d'État.

Article 5

L'article 5 du projet de loi modifie l'article 37-5 de la loi modifiée du 5 avril 1993 aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 4, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 27 de la directive 2014/65/UE. Il s'agit d'adapter les dispositions relatives à l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client (« *best execution* »), de façon à refléter les modifications apportées au règlement (UE) n° 600/2014 à travers le règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres (ci-après, le « règlement modificatif (UE) 2024/791 »).

Le point 1° supprime intégralement le paragraphe 1^{bis} de l'article 37-5 de la loi modifiée du 5 avril 1993, qui transposait l'article 27, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE, et qui prévoyait l'interdiction faite aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement de recevoir une rémunération, des remises ou d'autres avantages non monétaires pour

l'acheminement d'ordres vers une plate-forme de négociation particulière ou un système d'exécution particulier. En effet, le considérant 9 constate l'existence d'approches divergentes dans les manières de réglementer dans l'ensemble de l'Union européenne les pratiques en matière de réception d'un paiement pour le flux d'ordres, de sorte que le paragraphe 2 de l'article 27 est supprimé au niveau de la directive 2014/65/UE, et qu'une interdiction de ladite pratique des « paiement pour le flux d'ordres » est désormais introduite par le règlement modificatif (UE) 2024/791 dans le règlement (UE) n° 600/2014.

Le point 2° vise à refléter à l'article 37-5, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 5 avril 1993, les modifications apportées à l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE par l'article 1^{er}, point 4, lettre b), de la directive modificative (UE) 2024/790. D'après ces modifications, à la suite de l'exécution d'une transaction pour le compte d'un client, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement devraient préciser à leur client que le lieu où l'ordre a été exécuté, et cela seulement quand il s'agit d'instruments financiers qui sont soumis aux obligations de négociation prévues aux articles 23 et 28 du règlement (UE) n° 600/2014.

Il convient de noter que l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE avait été transposé initialement en majeure partie à l'article 61 de la loi modifiée du 30 mai 2018, et résiduellement à l'article 37-5, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 5 avril 1993. Les dispositions transposées à l'époque à l'article 61 de la loi modifiée du 30 mai 2018 sont désormais entièrement supprimées par la modification opérée par l'article 1^{er}, point 4, lettre b), de la directive modificative (UE) 2024/790. Le considérant 8 de la directive modificative (UE) 2024/790 note à cet égard que « *L'article 27, paragraphes 3 et 6, de la directive 2014/65/UE prévoit l'obligation pour les lieux d'exécution de publier des rapports contenant une liste d'informations détaillées concernant l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client (ci-après dénommée « meilleure exécution »). Les données probantes et les retours des parties prenantes ont montré que ces rapports sont rarement lus et ne permettent pas aux investisseurs ni aux autres utilisateurs de ces rapports de faire des comparaisons pertinentes sur la base des informations qu'ils contiennent. Par voie de conséquence, la directive (UE) 2021/338 du Parlement européen et du Conseil a suspendu cette obligation de rapport au titre de l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE pour une période de deux ans afin de permettre son réexamen. Le règlement (UE) 2024/791 modifie le règlement (UE) n° 600/2014 afin de lever les obstacles qui ont empêché la mise en place d'un système consolidé de publication. Les données que le système consolidé de publication devrait diffuser sont le meilleur prix d'achat et de vente européen, des informations post-négociation relatives aux transactions sur des actions et fonds cotés, ainsi que des informations post-négociation relatives aux transactions sur des obligations et produits dérivés de gré à gré. La meilleure exécution peut être prouvée au moyen de ces informations. L'obligation de rapport prévue à l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE ne sera donc plus pertinente et devrait être supprimée.* ».

La modification opérée par le point 3° s'inscrit dans le même contexte. Ainsi, il supprime intégralement le paragraphe 3^{bis} de l'article 37-5 de la loi modifiée du 5 avril 1993 qui transposait le paragraphe 6 de l'article 27 précité de la directive 2014/65/UE, qui est désormais supprimé. Compte tenu de l'émergence du système consolidé de publication, qui couvre désormais les informations normalement incluses dans lesdits rapports de meilleure exécution, comme par exemple les informations relatives au meilleur prix d'achat et de vente européen, des informations post-négociation relatives aux transactions sur des actions et fonds cotés, ainsi que des informations post-négociation relatives aux transactions sur des obligations et produits dérivés de gré à gré, qui permettent aux investisseurs de faire des comparaisons pertinentes et qui permettent d'évaluer la qualité d'exécution obtenue par le client, l'obligation de publication prévue à l'article 27, paragraphe 6, de la directive 2014/65/UE, et à l'article 37-5, paragraphe 3^{bis}, de la loi modifiée du 5 avril 1993, n'est désormais plus pertinente et doit être supprimée.

Le point 4° modifie l'article 37-5, paragraphe 4, de la loi modifiée du 5 avril 1993 en y supprimant la référence au paragraphe 3*bis* dudit article et à l'article 61 de loi modifiée du 30 mai 2018, afin de refléter la suppression desdites dispositions. Il transpose à cet égard l'article 1^{er}, point 4, lettre d), de la directive modificative (UE) 2024/790.

Selon le Conseil d'État, au point 4°, et conformément à l'observation générale relative à la précision des renvois, il faut écrire « Au paragraphe 4, deuxième phrase, [...] ».

La Commission des Finances reprend le libellé proposé par le Conseil d'État.

Article 6

L'article 6 du projet de loi modifie l'article 53, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la loi modifiée du 5 avril 1993 en y ajoutant les nouveaux points 22 à 24, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 5, de la directive modificative (UE) 2024/2811, qui modifie l'article 69, paragraphe 2, alinéa 1^{er}, de la directive 2014/65/UE en y ajoutant les nouvelles lettres v), w) et x).

Il s'agit ici d'élargir les pouvoirs de surveillance et d'enquête de la CSSF afin de refléter les nouvelles dispositions relatives à la recherche figurant au nouvel article 37-3*bis* de la loi modifiée du 5 avril 1993. Ainsi, la CSSF est dotée des pouvoirs de surveillance permettant de vérifier que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement produisant ou diffusant des recherches financées par l'émetteur, aient mis en place des dispositions organisationnelles pour garantir que ces recherches soient conformes au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur. Par ailleurs, la CSSF devrait être habilitée à suspendre la diffusion par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de toutes les recherches financées par l'émetteur qui ne sont pas produites conformément au code de conduite de l'Union, et à avertir le public de la non-conformité de recherches financées par l'émetteur lorsque de telles recherches qui n'ont pas été produites conformément au code de conduite de l'Union sont diffusées par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. Ces pouvoirs de surveillance devraient être sans préjudice des pouvoirs généraux de surveillance et du pouvoir d'adopter des sanctions.

Le Conseil d'État suggère d'omettre le terme « susmentionné » à l'article 6, point 2°, à l'article 53, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, points 23 et 24, à insérer.

La Commission des Finances procède à la suppression du terme « susmentionné ».

Article 7

L'article 7 du projet de loi modifie l'article 63-2*bis*, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 5 avril 1993, afin de compléter la liste des dispositions pour lesquelles la CSSF peut prononcer des sanctions et prendre des mesures administratives, par une référence au nouvel article 37-3*bis* qui introduit de nouvelles exigences concernant les recherches financées par l'émetteur. Ceci permet d'assurer la parfaite transposition de l'article 70, paragraphe 3, lettre a), point x), de la directive 2014/65/UE.

Chapitre 2

Le chapitre 2 modifie ponctuellement la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs (ci-après, la « loi transparence ») aux fins de la transposition de l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen (ci-après, la « directive (UE) 2023/2864 », dite « directive ESAP »), qui modifie la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs

mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE (ci-après, la « directive 2004/109/CE »). Ledit article 3 de la directive (UE) 2023/2864 a pour délai de transposition le 10 juillet 2025.

Article 8

L'article 8 du projet de loi abroge l'article 20, paragraphe 2*bis*, de la loi transposant aux fins de la transposition de l'article 3, point 1, de la directive (UE) 2023/2864, qui supprime l'article 21*bis* de la directive 2004/109/CE, devenu sans objet.

Article 9

L'article 9 du projet de loi a pour objet d'introduire un nouvel article 20-1 dans la loi transposant aux fins de la transposition de l'article 3, point 2, de la directive (UE) 2023/2864, qui insère un nouvel article 23*bis* dans la directive 2004/109/CE. Il s'agit de permettre le fonctionnement du point d'accès unique européen, plus connu sous son acronyme anglais « ESAP » (*European Single Access Point*). Plus précisément, l'article 9 de la loi en projet transpose les paragraphes 1^{er} à 3 du nouvel article 23*bis* de la directive 2004/109/CE. Le paragraphe 4 dudit article est transposé par l'article 10 de la loi en projet.

L'ESAP est établi conformément au règlement (UE) 2023/2859 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité. Son objectif est de permettre au public d'accéder facilement et de manière centralisée aux informations relatives aux entités et à leurs produits qui sont rendues publiques et sont utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux, la durabilité et la diversité.

Les informations qui doivent être rendues accessibles au public sur l'ESAP sont collectées par des organismes désignés à cette fin.

Le Conseil d'État signale au sujet de la phrase liminaire, que lorsqu'il est renvoyé à un chiffre (i), (ii), (iii), ..., ou i), ii), iii), ..., il y a lieu d'utiliser le terme « sous » avant le chiffre référé, et non le terme « point ». Cette observation vaut pour l'article 2 et également pour l'article 9, à l'article 20-1, paragraphe 2, à insérer.

La Commission des Finances décide de ne pas suivre l'avis du Conseil d'Etat à des fins de cohérence avec les lois applicables au secteur financier qui recourent généralement au terme « point » (notamment à l'article 30, paragraphe 5, lettre c), de la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs).

Dans ses observations légistiques, le Conseil d'État, dans un souci de cohérence interne de la loi qu'il s'agit de modifier, pour l'insertion d'articles nouveaux, signale qu'il y a lieu d'utiliser des articles suivis du qualificatif *bis*, *ter*, etc. et non des articles indexés. Ainsi, il convient d'introduire un article 20*bis* nouveau et non un article 20-1 nouveau.

La Commission des Finances décide de ne pas suivre cette recommandation du Conseil d'Etat, une numérotation indiciaire étant plus pérenne en facilitant l'insertion de nouveaux articles à l'avenir.

À l'article 20-1, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, à insérer, il est indiqué, selon le Conseil d'État, d'écrire « le point d'accès unique européen, ci-après « ESAP », [...] ».

La Commission des Finances reprend le libellé proposé par le Conseil d'État.

Selon le Conseil d'État, à l'article 20-1, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, lettre a), à insérer, il convient d'ajouter une parenthèse fermante après les chiffres « 3 » et « 4 », pour écrire « l'article 2, point 3), du règlement (UE) 2023/2859 » et « l'article 2, point 4), dudit règlement ». Par analogie, cette observation vaut également pour l'article 20-1, paragraphe 3, à insérer, ainsi que pour l'article 10, à l'article 26^{ter}, paragraphe 4, alinéas 1^{er}, deuxième phrase, et 2, lettre a), à insérer.

La Commission des Finances ajoute les parenthèses fermantes aux endroits indiqués par le Conseil d'État.

Selon le Conseil d'État, à l'article 20-1, paragraphe 3, à insérer, il convient d'insérer une virgule après les termes « règlement (UE) 2023/2859 ». Cette observation vaut également pour l'article 10, à l'article 26^{ter}, paragraphe 4, alinéa 1^{er}, deuxième phrase, à insérer.

La Commission des Finances ne suit pas la recommandation du Conseil d'État.

Article 10

L'article 10 du projet de loi a pour objet d'introduire un nouveau paragraphe 4 à l'article 26^{ter} de la loi transparence, afin d'y transposer le paragraphe 4 du nouvel article 23^{bis} de la directive 2004/109/CE, tel qu'introduit par la directive (UE) 2023/2864.

Il est renvoyé au commentaire de l'article 9.

Chapitre 3

Article 11

L'article 11, points 1^o et 3^o, du projet de loi modifie l'article 1^{er}, points 27 et 51, de la loi modifiée du 30 mai 2018 aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 3, lettres a) et b), de la directive modificative (UE) 2024/790.

Le point 1^o vise à modifier l'article 1^{er}, point 27, de la loi modifiée du 30 mai 2018, afin de transposer les changements opérés par l'article 1^{er}, point 3, lettre b), de la directive modificative (UE) 2024/790, à la définition de la notion d'« internalisateur systématique » figurant à l'article 4, paragraphe 1^{er}, point 20, de la directive 2014/65/UE.

Jusqu'à présent, le caractère fréquent, systématique et substantiel d'une activité se mesurait à travers des critères quantitatifs. Or, selon le considérant 7, il en découlait une charge excessive tant pour les entités concernées, que pour l'AEMF. Par conséquent, une évaluation qualitative est désormais privilégiée.

Le considérant 7 note par ailleurs que : « *En tenant compte du fait que le règlement (UE) n° 600/2014 est modifié en vue d'exempter les internalisateurs systématiques des obligations de transparence pré-négociation pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés, il convient de procéder à une évaluation qualitative des internalisateurs systématiques uniquement pour les actions et instruments assimilés. Il devrait toutefois être possible à une entreprise d'investissement de choisir de devenir un internalisateur systématique pour les instruments autres que des actions ou instruments assimilés.* ».

Selon le Conseil d'État, au point 1^o, à l'article 1^{er}, point 27, dans sa teneur proposée, il y a lieu de supprimer la virgule après le terme « fréquente ».

La Commission des Finances supprime la virgule en question.

Le point 3° vise à modifier l'article 1^{er}, point 51, de la loi modifiée du 30 mai 2018 de manière à transposer la modification opérée par l'article 1^{er}, point 3, lettre a), de la directive modificative (UE) 2024/790, à l'article 4, paragraphe 1^{er}, point 19, de la directive 2014/65/UE. Il est renvoyé au commentaire de l'article 1^{er} du présent projet de loi.

Par ailleurs, l'article 11, point 2°, du projet de loi modifie l'article 1^{er}, point 29, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 1, de la directive modificative (UE) 2024/2811, qui modifie l'article 4, paragraphe 1^{er}, point 12), de la directive 2014/65/UE. Il s'agit d'ajuster la définition de « marché de croissance des PME » pour permettre qu'un segment d'un système multilatéral de négociation (ci-après, « un segment d'un MTF ») puisse aussi demander à devenir un marché de croissance des PME, à condition que ce segment soit clairement séparé du reste du MTF.

En effet, les marchés de croissance des PME ont été introduits afin de créer des marchés spécialisés sur lesquels les valeurs mobilières des PME peuvent être négociées conformément à des normes réglementaires communes répondant aux besoins des PME, et de faciliter ainsi l'accès des plus petits émetteurs aux marchés des capitaux européens. Dans le but de favoriser davantage le développement de ces MTF spécialisés dans la négociation des valeurs mobilières des PME et de limiter la charge organisationnelle imposée aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement ou aux opérateurs de marché exploitant des MTF enregistrés en tant que marchés de croissance des PME, l'AEMF avait précisé dans un Q&A¹ qu'un segment d'un tel MTF pouvait aussi demander à devenir un marché de croissance des PME, à condition que ce segment soit clairement séparé du reste du MTF. Cette possibilité est dorénavant reprise dans la directive 2014/65/UE.

Conformément à l'observation générale relative à la précision des renvois, il convient, selon le Conseil d'État, de reformuler le point 2° comme suit :

« 2° Le point 29 est modifié comme suit :

- a) À la première phrase, les mots « , ou un segment d'un MTF, » sont insérés entre les mots « un MTF » et les mots « enregistré en tant que marché de croissance des PME » ;
- b) À la deuxième phrase, les mots « , ou de segments d'un MTF, » sont insérés entre les mots « il s'agit des MTF » et les mots « enregistrés en tant que marché de croissance des PME » ; ».

La Commission des Finances décide de reprendre cette reformulation.

Article 12

L'article 12 du projet de loi modifie l'article 6, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 6, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui introduit deux nouvelles lettres g) et h) à l'article 47, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. Sont ainsi ajoutées deux nouvelles exigences à la liste d'exigences organisationnelles à respecter par les marchés réglementés.

Le nouveau point 7 est ajouté afin de s'assurer que les marchés réglementés prennent toutes les dispositions nécessaires pour respecter les normes de qualité des données conformément à l'article 22^{ter} du règlement (UE) n° 600/2014. Les contributeurs au système consolidé de publication doivent se conformer aux nouvelles exigences de qualité des données étant donné que le bon fonctionnement dudit système dépend de la qualité des données que le fournisseur du système reçoit. Pour les MTF et les OTF, il est renvoyé aux articles 17 et 19 du présent projet de loi.

¹ <https://www.esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1640>

Ensuite, le nouveau point 8 introduit, pour les marchés réglementés, l'obligation d'avoir au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs. Cette obligation existait déjà pour les MTF et les OTF à l'article 18, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE, repris aux articles 22, paragraphe 7, et 34, paragraphe 7, de la loi modifiée du 30 mai 2018.

Article 13

L'article 13 du projet de loi modifie l'article 7, paragraphe 5, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 7, lettre a), de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 48, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE. L'article 7, paragraphe 5, de la loi modifiée du 30 mai 2018 traite de l'obligation pour les marchés réglementés de suspendre ou de limiter temporairement la négociation en cas de variation importante du prix d'un instrument financier.

Le point 1° introduit désormais la possibilité pour les marchés réglementés de suspendre ou de limiter la négociation non seulement en cas de fluctuation importante des prix d'un instrument financier, mais également dans des situations d'urgence.

En sus de cela, les mots « ou de limitation » sont introduits au niveau de la deuxième phrase, afin de préciser que les paramètres de limitation doivent également être judicieusement calibrés, étant donné que le paragraphe 5 traite non seulement de la suspension de négociation mais également de la limitation de négociation.

Le Conseil d'État constate que l'article 13, point 1°, précise le mécanisme de la suspension ou de la limitation de la négociation sur un certain nombre de points. Il ne donne pas lieu à des observations de sa part.

Le point 2° introduit deux nouveaux alinéas au paragraphe 5, afin d'ajouter des obligations de publication supplémentaires pour les marchés réglementés permettant que les participants au marché puissent avoir accès à de plus amples informations. En effet, selon le considérant 13, *« les situations extrêmes rencontrées par les marchés des instruments dérivés sur l'énergie et sur les matières premières durant la crise énergétique de 2022 ont justifié la poursuite de l'examen de ces mécanismes, lequel a permis de constater un manque de transparence en matière d'activation de ces mécanismes par les plates-formes de négociation concernées au sein de l'Union, comme l'a souligné l'AEMF dans sa réponse du 22 septembre 2022 à la demande d'avis formulée par la Commission pour réduire la volatilité excessive sur les marchés des instruments dérivés sur l'énergie. Il serait dans l'intérêt des participants du marché d'avoir accès à de plus amples informations et à une transparence accrue quant aux situations qui donnent lieu à une suspension ou à une limitation de la négociation et quant aux principes dont les marchés réglementés doivent tenir compte pour définir les principaux paramètres techniques en vue de la suspension ou de la limitation de la négociation. »*.

Ainsi, le nouvel alinéa 4 exige des marchés réglementés qu'ils rendent publiques sur leur site internet des informations sur les situations qui ont conduit à la suspension ou à la limitation de la négociation et sur les principes dont les marchés réglementés ont tenu compte pour définir les principaux paramètres techniques en vue de la suspension ou de la limitation de la négociation. Le considérant 13 note à cet égard qu'il est important de laisser aux marchés réglementés une grande liberté d'appréciation quant aux mécanismes à utiliser et quant aux paramètres à fixer pour ces mécanismes.

Ce nouvel alinéa ne donne pas lieu à des observations de la part du Conseil d'État.

Selon le Conseil d'État, au point 2°, à l'article 7, paragraphe 5, alinéa 5, à insérer, la formulation « d'un ou de plusieurs » est à écarter et il y a lieu de recourir au pluriel pour viser indistinctement un ou plusieurs éléments.

La Commission des Finances décide de ne pas suivre l'avis du Conseil d'Etat et de maintenir la formulation initiale du texte, qui est plus proche de la directive.

Le nouvel alinéa 5 prévoit par ailleurs que, lorsqu'un marché réglementé ne suspend pas ou ne limite pas la négociation en dépit du fait qu'une fluctuation importante des prix a créé des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre d'un ou de plusieurs marchés, la CSSF peut prendre les mesures appropriées pour rétablir le fonctionnement normal des marchés, y compris en utilisant les pouvoirs de surveillance visés à l'article 45, paragraphe 2, points 13 à 16, de la loi modifiée du 30 mai 2018.

Le Conseil d'État observe que le deuxième alinéa qui trouve son entrée dans le texte de l'article 7, paragraphe 5, de la loi précitée du 30 mai 2018, permet à la Commission de surveillance du secteur financier, ci-après « CSSF », de prendre des « mesures appropriées pour rétablir le fonctionnement normal des marchés, y compris en utilisant les pouvoirs de surveillance visés à l'article 45, paragraphe 2, points 13 à 16 », lorsqu'un marché réglementé ne suspend pas ou ne limite pas la négociation d'un instrument financier dont le prix subit des fluctuations importantes qui ont créé des conditions de négociation qui sont de nature à perturber le bon ordre d'un ou de plusieurs marchés. Le Conseil d'État note que la disposition proposée reprend à la lettre des modifications apportées par la directive (UE) 2024/790 à 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.

Le Conseil d'État constate encore que les pouvoirs de surveillance auxquels fait référence la disposition précitée permettent à la CSSF d'intervenir d'une manière très incisive dans le fonctionnement des marchés en exigeant la suspension ou le retrait d'un instrument financier de la négociation sur une plate-forme de négociation ou de la cote officielle. Les pouvoirs ainsi accordés à la CSSF figurant à l'article 45, paragraphe 2, points 13 à 16, de la loi précitée du 30 mai 2018 sont définis avec précision. En ce qui concerne la référence plus générale aux « mesures appropriées pour rétablir le fonctionnement normal des marchés » non autrement définies par la disposition sous avis, le Conseil d'État part de l'hypothèse que les mesures visées par le texte seront prises dans un cadre bien précis et que la CSSF exercera à cette occasion des pouvoirs dont elle dispose de toute façon en vertu des textes qui régissent son fonctionnement. Le Conseil d'État peut dès lors s'accommoder de la formulation reprise par les auteurs du texte de la directive.

Article 14

L'article 14 du projet de loi modifie l'article 8, paragraphe 2, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition des modifications apportées par l'article 1^{er}, point 8, de la directive modificative (UE) 2024/790, à l'article 49, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE. Il est ainsi prévu que, pour les actions ayant un code ISIN délivré hors de l'Espace économique européen (« EEE ») ou qui ont un code ISIN de l'EEE mais qui sont négociées sur une plate-forme de pays tiers dans la monnaie locale ou dans une monnaie non-EEE, et pour lesquelles la plate-forme qui est le marché le plus pertinent sur le plan de la liquidité est située dans un pays tiers, les marchés réglementés peuvent appliquer le même pas de cotation que celui appliqué sur cette plate-forme.

Ces mêmes actions profitent d'une exemption de l'obligation de négociation de l'article 23, paragraphe 1^{er}, du règlement (UE) n° 600/2014. Afin de permettre aux plates-formes de négociation européennes d'offrir des cotations concurrentielles pour ces actions, la directive modificative (UE) 2024/790 introduit la possibilité d'aligner, pour ces instruments précis, le pas de cotation à celui appliqué sur le marché le plus pertinent sur le plan de la liquidité qui se trouve dans un pays tiers.

Article 15

L'article 15 du projet de loi abroge les articles 11, 25 et 38 de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 9, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui supprime l'article 50 de la directive 2014/65/UE.

Etant donné que le bon fonctionnement du système consolidé de publication dépend de la qualité des données que le fournisseur de ce système reçoit, il est primordial que tous les contributeurs en données et tous les fournisseurs de système consolidé de publication horodatent leurs données de façon synchronisée. A cette fin, ils doivent synchroniser leurs horloges professionnelles. Cette disposition, qui figurait jusqu'à présent à l'article 50 de la directive 2014/65/UE, est désormais déplacée à l'article 22^{quater} du règlement (UE) n° 600/2014 qui est d'application directe de sorte que les dispositions de transposition nationale peuvent être abrogées. A cet égard, le règlement modificatif (UE) 2024/791 étend également aux utilisateurs des plates-formes de négociation, aux internalisateurs systématiques, aux entités de publication désignées, aux APA et aux CTP l'exigence de synchroniser leurs horloges professionnelles.

Article 16

L'article 16 du projet de loi introduit un nouvel article 12*bis* dans la loi modifiée du 30 mai 2018 aux fins de la transposition du nouvel article 51*bis* qui a été introduit dans la directive 2014/65/UE par l'article 1^{er}, point 4, de la directive modificative (UE) 2024/2811.

Le nouvel article 12*bis* de la loi modifiée du 30 mai 2018 exige que les marchés réglementés garantissent que la capitalisation boursière prévisible de l'entreprise dont les actions font l'objet d'une demande d'admission à la négociation s'élève au minimum à 1 000 000 euros ou à un montant équivalent dans une devise autre que l'euro. Lorsque cette capitalisation ne peut être évaluée, le capital et les réserves de cette entreprise, y compris le compte de résultat, seront pris en compte.

En ce qui concerne l'exigence de flottant minimal, le considérant 12 de la directive modificative (UE) 2024/2811 note que « *Le niveau minimal de 25 % exigé pour le flottant par la directive 2001/34/CE est considéré comme excessif et comme n'étant plus approprié. Afin de procurer une plus grande flexibilité aux émetteurs et de rendre les marchés de capitaux de l'Union plus compétitifs, l'exigence de flottant minimal devrait être ramenée à 10 %, un seuil garantissant un niveau suffisant de liquidités sur le marché. Toutefois, afin de mieux tenir compte des caractéristiques et du volume des émissions d'actions, les États membres devraient pouvoir autoriser d'autres moyens de déterminer si un nombre suffisant d'actions ont été diffusées dans le public. Le respect du seuil de 10 %, ou des autres exigences prévues au niveau national pour garantir un flottant minimal, devrait être apprécié au moment de l'admission à la négociation.* ».

Le paragraphe 4 fait usage de la possibilité pour les Etats membres d'autoriser d'autres moyens pour déterminer si un nombre suffisant d'actions ont été diffusées dans le public afin d'offrir une plus grande flexibilité.

Article 17

L'article 17 du projet de loi modifie l'article 26, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 5, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 31, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. L'article 31, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE est transposé aux articles 26 et 37 de la loi modifiée du 30 mai 2018 pour les MTF et les OTF, respectivement. Il est également renvoyé à l'article 19 du projet de loi.

Il s'agit de modifier l'article relatif au contrôle du respect des règles des MTF de façon à garantir que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF prennent les dispositions nécessaires pour respecter les

nouvelles exigences de qualité de données fixées désormais au niveau de l'article 22ter du règlement (UE) n° 600/2014, qui visent à ce que le fournisseur de système consolidé de publication reçoive des données de bonne qualité.

Article 18

L'article 18 du projet de loi modifie l'article 29 de la loi modifiée du 30 mai 2018 aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 3, de la directive modificative (UE) 2024/2811, qui modifie l'article 33 de la directive 2014/65/UE.

En effet, à l'instar des modifications apportées à la définition de « marchés de croissance des PME » en vue de permettre qu'un segment d'un MTF puisse dorénavant demander à devenir un marché de croissance des PME, l'article 29 de la loi modifiée du 30 mai 2018, dédié aux marchés de croissance des PME, doit être modifié en conséquence.

Un segment d'un MTF pourra ainsi être enregistré auprès de la CSSF en tant que marché de croissance des PME, et non seulement un MTF en entier.

L'enregistrement d'un MTF, ou d'un segment de celui-ci, en tant que marché de croissance des PME, sera subordonné à la condition que ce MTF, ou le segment de celui-ci, respecte les conditions énoncées au paragraphe 2 de l'article 29 de la loi modifiée du 30 mai 2018.

Selon le Conseil d'État, au point 1°, il est indiqué de regrouper les modifications qu'il s'agit d'apporter à un même alinéa sous une seule lettre. Partant, les lettres b) et c) sont à regrouper sous une seule lettre b) ayant la teneur suivante :

« b) À l'alinéa 2, les mots « , ou d'un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « par la CSSF du MTF » et les mots « en tant que marché » et le mot « satisfaites » est remplacé par les mots « respectées en ce qui concerne le MTF, ou que les exigences énoncées au paragraphe 2bis sont respectées en ce qui concerne un segment du MTF » ; ».

En procédant ainsi, la lettre d) deviendra la lettre c).

La Commission des Finances décide de ne pas reprendre cette reformulation, à des fins de lisibilité.

L'enregistrement d'un segment d'un MTF en tant que marché de croissance des PME sera en outre subordonné à la condition que ledit segment du MTF respecte les exigences énoncées au nouveau paragraphe 2bis introduit à l'article 29 par l'article 18, point 2°, de la loi en projet.

Selon le Conseil d'État, au point 2°, à l'article 29, paragraphe 2bis, point 2, à insérer, il est signalé qu'aux énumérations, le terme « et » est à omettre à l'avant-dernier élément comme étant superfétatoire. Cette observation vaut également pour l'article 23, point 1°, lettre b), à l'article 58, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, point 1, lettre b), dans sa teneur proposée.

La Commission des Finances décide de ne pas suivre l'avis du Conseil d'Etat et de maintenir l'usage du terme « et », pour des raisons de clarté du texte.

Selon le Conseil d'État, au point 4°, lettre c), la virgule avant les termes « et les mots » est à supprimer.

La Commission des Finances décide de garder la virgule à des fins de lisibilité.

Le point 6° de l'article 18 du projet de loi vise à modifier l'article 29, paragraphe 6, de la loi modifiée du 30 mai 2018 et transpose ainsi les modifications apportées à l'article 33, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE par la directive modificative (UE) 2024/2811.

Actuellement, l'article 29, paragraphe 6, de la loi modifiée du 30 mai 2018 exige qu'un instrument financier admis à la négociation sur un marché de croissance des PME ne puisse être négocié également sur un autre marché de croissance des PME que si l'émetteur de l'instrument financier en a été informé et n'a pas exprimé d'objections. L'article 18, point 6°, de la loi en projet étend cette exigence de non-objection à tout autre type de plate-forme de négociation, en vue de réduire davantage le risque de fragmentation de la liquidité desdits instruments financiers.

Dans ce contexte, il est prévu que lorsqu'un instrument financier d'un émetteur admis à la négociation sur un marché de croissance des PME est négocié également sur une autre plate-forme de négociation, l'émetteur de l'instrument financier doit être informé de toute obligation à laquelle il sera soumis en matière de gouvernance d'entreprise ou d'information initiale, périodique ou spécifique vis-à-vis de l'autre plate-forme de négociation, du moment où cette autre plate-forme n'est pas un marché de croissance des PME. A noter que l'émetteur n'est pas soumis à une telle obligation lorsque l'autre plate-forme de négociation est un autre marché de croissance des PME ou un segment d'un marché de croissance des PME.

Selon le Conseil d'État, au point 6°, lettre c), à l'article 29, paragraphe 6, troisième phrase, à insérer, il est signalé que les textes normatifs sont en principe rédigés au présent et non au futur. Ainsi, il convient de remplacer le terme « sera » par le terme « est ».

La Commission des Finances ne procède pas au remplacement suggéré par le Conseil d'État, considérant que l'emploi du futur est nécessaire à cet endroit. Il s'agit ici du cas où un instrument financier d'un émetteur déjà admis à la négociation sur un marché de croissance des PME pourrait se voir négocié sur une autre plate-forme de négociation, mais uniquement **si l'émetteur en a été informé et n'a pas exprimé d'objections**. C'est à cet égard que la précision « Lorsque l'autre plate-forme de négociation n'est pas un marché de croissance des PME, l'émetteur est informé de toute obligation à laquelle il sera soumis en matière de gouvernance d'entreprise ou d'information initiale, périodique ou spécifique vis-à-vis de l'autre plate-forme de négociation. » s'adresse.

Article 19

L'article 19 du projet de loi modifie l'article 37, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 5, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 31, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE.

Il est renvoyé au commentaire de l'article 17.

Article 20

L'article 20 du projet de loi modifie l'article 42 de la loi modifiée du 30 mai 2018, qui mettait en œuvre à la fois l'article 15, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, et l'article 18, paragraphe 4, du règlement (UE) n° 600/2014. Cet article prévoit l'obligation légale pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement répondant à la définition d'internalisateur systématique de notifier ceci à la CSSF.

Or, la référence à l'article 18 du règlement (UE) n° 600/2014 doit désormais être omise, étant donné que cet article est abrogé par le règlement modificatif (UE) 2024/791. En effet, le considérant 14 du règlement (UE) n° 600/2014 indique que l'article 18 dudit règlement prévoyait des obligations de transparence pré-négociation pour les internalisateurs

systématiques qui n'avaient qu'une valeur informative marginale pour les clients, et qu'il conviendrait donc de supprimer ledit article 18.

Conformément à l'observation générale du Conseil d'État relative à la précision des renvois, il convient d'écrire « À l'article 42, première phrase, de la même loi, [...] ». »

La Commission des Finances reprend le libellé proposé par le Conseil d'État.

Article 21

L'article 21 transpose principalement les modifications apportées par l'article 1^{er}, point 12, de la directive modificative (UE) 2024/790 à l'article 70 de la directive 2014/65/UE. Est ainsi modifiée la liste des articles pour lesquels la CSSF peut prononcer des sanctions et prendre des mesures administratives en cas de violation des dispositions prévues dans la loi modifiée du 30 mai 2018 ou dans le règlement (UE) n° 600/2014, tel que modifié par le règlement modificatif (UE) 2024/791.

L'article 21, point 1°, lettre a), de la loi en projet modifie l'article 47, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 12, lettre a), de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 70, paragraphe 3, lettre a), de la directive 2014/65/UE. Plus précisément, il s'agit de refléter la suppression des articles 11, 25 et 38 de la loi modifiée du 30 mai 2018 relatifs à la synchronisation des horloges professionnelles.

Par ailleurs, la lettre b) du point 1° vise à refléter l'insertion d'un nouvel article 12*bis* dans la loi modifiée du 30 mai 2018, portant transposition du nouvel article 51*bis* introduit dans la directive 2014/65/UE par la directive modificative (UE) 2024/2811.

L'article 21, point 1° ne donne pas lieu à des observations de la part du Conseil d'État.

L'article 21, point 2°, du projet de loi modifie le paragraphe 2 de l'article 47 de la loi modifiée du 30 mai 2018, qui comprend la liste des articles du règlement (UE) n° 600/2014 pour lesquels la CSSF peut prononcer des sanctions et prendre des mesures administratives en cas de violation. Il convient de noter que la modification apportée par la directive modificative (UE) 2024/790 à la lettre xi) de l'article 70, paragraphe 3, lettre b), de la directive 2014/65/UE n'a pas été reflétée à l'article 47 de la loi modifiée du 30 mai 2018 en raison d'erreurs figurant dans le nouveau libellé de la directive.

Afin de rendre le dispositif conforme au principe de la spécification des incriminations, certaines références aux articles du règlement (UE) n° 600/2014 sont précisées.

En ce qui concerne l'article 21, point 2°, le Conseil d'État constate que les auteurs n'ont pas repris, au niveau de l'article 47, paragraphe 2, de la loi précitée du 30 mai 2018, la modification apportée par la directive (UE) 2024/790 à la lettre xi) de l'article 70, paragraphe 3, lettre b), de la directive 2014/65/UE. Les auteurs du projet de loi expliquent avoir renoncé à cette reprise « en raison d'erreurs figurant dans le nouveau libellé de la directive ». Le dispositif dont il est question énumère les articles 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 pour lesquels la CSSF peut prononcer des sanctions et prendre des mesures administratives en cas de violation. Le Conseil d'État note que le nouveau libellé de la directive se réfère effectivement à des dispositions qui ne comportent aucune obligation sanctionnable dans le chef des entités visées par la loi et comporte par ailleurs des références inexactes. En revanche, le texte actuellement en vigueur semble parfaitement couvrir toutes les situations dans lesquelles la CSSF devrait pouvoir intervenir. Le Conseil d'État peut dès lors marquer son accord avec la façon de procéder proposée par les auteurs du projet de loi.

D'un point de vue légistique, le Conseil d'État formule les remarques suivantes :

- Au point 2°, lettre d), à l'article 47, paragraphe 2, point 7, dans sa teneur proposée, il est suggéré d'écrire « article 11, paragraphes 1^{er}, alinéa 2, première phrase, 1*bis*, alinéa 2, 1^{ter} et 3, alinéa 4 ; ».
- Au point 2°, lettre e), à l'article 47, paragraphe 2, point 7*bis*, à insérer, il est suggéré d'écrire « article 11*bis*, paragraphe 1^{er}, alinéas 2, première phrase, et 4 ; ».
- Au point 2°, lettre i), il y a lieu de supprimer la virgule après le chiffre « 1*bis* ».

La Commission des Finances ne procède pas aux modifications d'ordre légistique suggérées par le Conseil d'État relatives au point 2°, lettres d) et e), à des fins de lisibilité. Pour ce qui en est du point 2°, lettre i), la Commission des Finances procède à la suppression de la virgule après le chiffre « 1*bis* ».

Article 22

L'article 22 du projet de loi modifie l'article 57 de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition de l'article 1^{er}, point 10, de la directive modificative (UE) 2024/790, qui modifie l'article 57 de la directive 2014/65/UE.

Le point 1° de l'article 22 de la loi en projet vise à refléter les modifications apportées à l'intitulé de l'article 57 de la directive 2014/65/UE au niveau de l'intitulé de l'article 57 de la loi modifiée du 30 mai 2018.

L'article 22 de la loi en projet vise également à transposer fidèlement les modifications apportées à l'article 57, paragraphe 8, de la directive 2014/65/UE par l'article 1^{er}, point 10, lettre b), de la directive modificative (UE) 2024/790. A cette fin, l'article 22, point 2°, lettre a), de la loi en projet modifie la phrase liminaire de l'article 57, paragraphe 6, de la loi modifiée du 30 mai 2018, de façon à préciser que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant une plate-forme de négociation au Luxembourg sont dans l'obligation d'appliquer des contrôles en matière de gestion des positions également pour les instruments dérivés sur quotas d'émission négociés sur leur plate-forme. Cette modification est en ligne avec celle effectuée par l'article 22, point 1°, de la loi en projet.

Selon le Conseil d'État, au point 2°, lettre a), il y a lieu d'écrire « À la première phrase, [...] » et non pas « À la phrase liminaire, [...] ».

La Commission des Finances reprend le libellé proposé par le Conseil d'État.

Dans le même esprit, le point 2°, lettre b), vise à préciser que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant une plate-forme de négociation au Luxembourg peuvent demander aux personnes visées à l'article 56 des informations sur les positions détenues sur des instruments dérivés sur quotas d'émission.

Selon le Conseil d'État, au point 2°, lettre b), et conformément à l'observation générale relative à la précision des renvois, il convient d'écrire « À la deuxième phrase, point 2, [...] ».

La Commission des Finances adapte le libellé dans ce sens.

Article 23

L'article 23 du projet de loi modifie l'article 58 de la loi modifiée du 30 mai 2018, aux fins de la transposition des modifications apportées par l'article 1^{er}, point 11, de la directive modificative (UE) 2024/790, à l'article 58 de la directive 2014/65/UE.

Le point 1°, lettre a), vise à modifier la phrase liminaire de l'article 58, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018, de manière à ne plus faire référence à la négociation de quotas d'émission mais de faire référence uniquement à la négociation d'instruments dérivés sur quotas d'émission. La suppression de la référence aux quotas d'émission s'explique par le fait que l'AEMF a jugé le *reporting* sur quotas d'émission comme peu utile pour les besoins de surveillance des autorités compétentes.

Le point 1°, lettre b), vise à modifier l'article 58, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, point 1, de la même loi, de manière à créer deux régimes de publication différents relatifs aux rapports sur les positions par catégorie de détenteurs de positions. Sont ainsi prévus un régime de publication pour les plates-formes de négociation sur lesquelles sont négociés des contrats d'option, et un autre régime pour les plates-formes sur lesquelles de tels contrats ne sont pas négociés. Ainsi, les plates-formes de négociation sur lesquelles sont négociés des contrats d'option sont désormais dans l'obligation de rendre publics deux rapports hebdomadaires concernant les positions par catégorie de détenteurs de positions, dont un rapport exclut les contrats d'option. Pour ce qui est des plates-formes de négociation sur lesquelles des contrats d'option ne sont pas négociés, un seul rapport hebdomadaire devra être publié. En sus de cela, conformément aux modifications apportées à l'article 58, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE, l'obligation de communiquer ces rapports à la CSSF et à l'AEMF est transférée, par la lettre c) du point 1° de l'article commenté, vers un nouvel alinéa 6.

Selon le Conseil d'État, au point 1°, il est indiqué de regrouper les modifications qu'il s'agit d'apporter à un même alinéa sous une seule lettre. Partant, les lettres a) et b) sont à regrouper sous une seule lettre a), subdivisée en chiffres romains minuscules suivis d'une parenthèse fermante. Par conséquent, le point 1° est à reformuler de la manière suivante :

« 1° Le paragraphe 1^{er} est modifié comme suit :

a) L'alinéa 1^{er} est modifié comme suit :

i) À la phrase liminaire, [...] ;

ii) Le point 1 prend la teneur suivante :

« 1. [...] ; » ;

b) Il est inséré, à la suite de l'alinéa 5 un alinéa 6 nouveau, libellé comme suit :

« [...] ». » ; ».

La Commission des Finances décide de ne pas suivre l'avis du Conseil d'État concernant le regroupement des lettres a) et b), et de maintenir ainsi le texte initial à des fins de lisibilité.

Subsidiairement, au point 1°, lettre a), il convient, selon le Conseil d'État d'écrire « À l'alinéa 1^{er}, ~~à la~~ phrase liminaire, [...] ».

La Commission des Finances reprend le libellé du Conseil d'État.

Ensuite, les modifications apportées à l'article 58, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE par la lettre b) de l'article 1^{er}, point 11, de la directive modificative (UE) 2024/790, sont fidèlement transposées par le point 2° de l'article 23 de la loi en projet.

Concrètement, l'article 58, paragraphe 2, alinéa 1^{er}, de la loi modifiée du 30 mai 2018 ne fera désormais plus référence à la négociation de quotas d'émission mais plutôt à la négociation d'instruments dérivés sur quotas d'émission.

Le point 2°, lettre b), de l'article 23 du projet de loi, supprime l'obligation de transparence pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement visés à l'article 58, paragraphe 2, de fournir une ventilation complète des positions qu'ils ont prises sur des

instruments dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ceux-ci négociés sur une plate-forme de négociation.

Les modifications apportées à l'article 58, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE, par la lettre c) de l'article 1^{er}, point 11, de la directive modificative (UE) 2024/790, sont fidèlement transposées par le point 3° de l'article 23 de la loi en projet. Désormais, référence ne sera plus faite aux positions sur quotas d'émission.

Article 24

L'article 24 du projet de loi modifie l'article 59 de la loi modifiée du 30 mai 2018 afin de redresser une erreur dans le libellé dudit article et d'aligner le champ d'application sur le contenu de l'article 60 de ladite loi.

Par le jeu des dispositions dites « miroir », l'article 60 s'applique, d'une part, aux personnes visées à l'article 59 qui sont de droit luxembourgeois, lorsqu'elles sont membres ou participants d'une plate-forme de négociation exploitée dans l'Union européenne, et, d'autre part, aux personnes visées à l'article 59 qui sont établies dans un autre Etat membre, mais qui sont membres ou participants d'une plate-forme de négociation exploitée au Luxembourg. Une nuance additionnelle est à faire entre les banques et entreprises d'investissement, pour lesquelles sont visées toutes les plates-formes de négociation, et les autres personnes visées à l'article 59, pour lesquelles seuls sont visés les marchés réglementés et les MTF, et ce en vertu de l'article 1^{er}, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE.

De façon détaillée, relèvent du champ d'application de l'article 60 :

- en vertu de l'article 17 de la directive 2014/65/UE (en conjonction avec l'article 1^{er}, paragraphe 3, lettre a), de ladite directive) :
 - les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de droit luxembourgeois qui sont membres ou participants d'une plate-forme de négociation exploitée dans l'Union européenne ;
 - les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, agréés dans un autre Etat membre, qui sont membres ou participants d'une plate-forme de négociation exploitée au Luxembourg ;
- en vertu de l'article 1^{er}, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE :
 - les personnes visées à l'article 2, paragraphe 1^{er}, lettres a), e), i) et j), de la directive 2014/65/UE, de droit luxembourgeois, qui sont membres ou participants de marchés réglementés ou de MTF opérés ou exploités dans l'Union européenne.
 - les personnes visées à l'article 2, paragraphe 1^{er}, lettres a), e), i) et j), de la directive 2014/65/UE, établies dans d'autres Etats membres, qui sont membres ou participants de marchés réglementés ou de MTF opérés ou exploités au Luxembourg.

Article 25

L'article 25 du projet de loi est à lire ensemble avec l'article 5, point 2°, dudit projet. En effet, les articles 37-5, paragraphe 1^{er}, de la loi modifiée du 5 avril 1993 et l'article 61 de la loi modifiée du 30 mai 2018 transposaient ensemble l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE.

Le volet transposé à l'article 61 est désormais supprimé par les modifications apportées à l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE par l'article 1^{er}, point 4, point b), de la directive modificative (UE) 2024/790, de sorte que la section III du titre I^{er}, chapitre VIII, de la loi modifiée du 30 mai 2018, et son article 61, peuvent être abrogés.

Il est renvoyé au commentaire de l'article 5, point 2°.

Le Conseil d'État signale que le présent article est à reformuler comme suit :

« **Art. 25.** Le titre I^{er}, chapitre VIII, section III, comprenant l'article 61, de la même loi, est abrogé. »

La Commission des Finances décide de ne pas reprendre le libellé proposé par le Conseil d'État.

Chapitre 4

Article 26

L'article 26 du projet de loi fixe la date d'entrée en vigueur des dispositions de la loi en projet, conformément aux exigences fixées à l'article 17 de la directive (UE) 2023/2864, à l'article 2 de la directive modificative (UE) 2024/790 et à l'article 3 de la directive modificative (UE) 2024/2811. Les dispositions résiduelles entreront en vigueur 4 jours après la publication de la loi au Journal officiel du Grand-Duché de Luxembourg.

Selon le Conseil d'État, à l'alinéa 2, il y a lieu d'écrire « articles 1^{er}, 2, 5, 11, points 1° et 3°, 12 à 15, 17, 19, 21, points 1°, lettre a), et ~~point~~ 2°, 22, 23, et 25 ».

À l'alinéa 3, il faut écrire « articles 3, 4, 6, 7, 11, point 2°, 16, 18, et 21, point 1°, lettre b), ».

La Commission des Finances adopte la modification proposée par le Conseil d'État concernant l'ajout du « et ». En revanche, elle ne retient pas les changements faisant référence aux points 1° et 2°, à des fins de cohérence.

5. Texte proposé par la commission parlementaire

Compte tenu de ce qui précède, la Commission des Finances recommande à la Chambre des Députés d'adopter le projet de loi n°8498 dans la teneur qui suit :

Projet de loi portant modification de :

1° la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ;

2° la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs ;

3° la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers,

en vue de la transposition de :

1° la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers ;

2° l'article 3 de la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen ;

3° l'article 1^{er} de la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE,

et de la mise en œuvre du règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer

la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres

Nous Henri, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau,

Vu la directive (UE) 2023/2864 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 modifiant certaines directives en ce qui concerne l'établissement et le fonctionnement du point d'accès unique européen ;

Vu la directive (UE) 2024/790 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers ;

Vu la directive (UE) 2024/2811 du Parlement européen et du Conseil du 23 octobre 2024 modifiant la directive 2014/65/UE afin de rendre les marchés publics des capitaux de l'Union plus attractifs pour les entreprises et de faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux capitaux, et abrogeant la directive 2001/34/CE ;

Vu le règlement (UE) 2024/791 du Parlement européen et du Conseil du 28 février 2024 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 en vue de renforcer la transparence des données, de lever les obstacles à la mise en place de systèmes consolidés de publication, d'optimiser les obligations de négociation et d'interdire la réception d'un paiement pour le flux d'ordres ;

Le Conseil d'État entendu ;

[Vu l'adoption par la Chambre des Députés ;

Vu la décision de la Chambre des Députés du [*insérer date*] et celle du Conseil d'Etat du [*insérer date*] portant qu'il n'y a pas lieu à second vote ;]

Avons ordonné et ordonnons :

Chapitre 1^{er} – Modification de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier

Art. 1^{er}. A l'article 1^{er}, point 32^{quater}-1), de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, les mots « l'article 1^{er}, point 51, de la loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers » sont remplacés par les mots « l'article 2, paragraphe 1^{er}, point 11, du règlement (UE) n° 600/2014 ».

Art. 2. L'article 1-1, paragraphe 2, lettre e), point (ii), de la même loi, est modifié comme suit :

1° Les mots « d'une part, ou disposent d'un accès électronique direct à une plate-forme de négociation, d'autre part, » sont supprimés ;

2° Les mots « dont la contribution » sont remplacés par les mots « lorsque de telles transactions relèvent de la gestion de la liquidité ou lorsque la contribution de telles transactions ».

Art. 3. L'article 37-3 de la même loi est modifié comme suit :

1° Le paragraphe 1^{er} est modifié comme suit :

a) A l'alinéa 2, les points 1, 2 et 3 sont remplacés comme suit :

- « 1. un accord a été conclu entre l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement et le prestataire tiers de services d'exécution et de recherche définissant une méthode de rémunération, y compris la manière dont le coût total de la recherche est généralement pris en compte lors de l'établissement des frais totaux des services d'investissement ;
2. l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement informe ses clients de son choix de rémunérer, conjointement ou séparément, la prestation de services d'exécution et de recherche et leur communique sa politique en matière de paiements pour les services d'exécution et la recherche, y compris le type d'informations qui peuvent être fournies en fonction du choix de méthode de paiement par l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement et, le cas échéant, la manière dont l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement prévient ou gère les conflits d'intérêts conformément à l'article 37-2 lorsqu'une méthode de paiement conjointe pour les services d'exécution et la recherche est appliquée ;
3. l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement évalue chaque année la qualité, la facilité d'utilisation et la valeur des recherches utilisées, ainsi que la capacité des recherches utilisées à contribuer à l'amélioration des décisions d'investissement ;
4. lorsque l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement choisit de payer séparément les services d'exécution et les recherches fournies par des tiers, la fourniture de recherches par des tiers à l'établissement de crédit ou à l'entreprise d'investissement est reçue en contrepartie de l'un des éléments suivants :
 - a) des paiements directs issus des ressources propres de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement ;
 - b) des paiements issus d'un compte de frais de recherche distinct contrôlé par l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement. »

b) A l'alinéa 3, les mots « du présent paragraphe » sont remplacés par les mots « du présent article et de l'article 37-3bis » ;

- c) A la suite de l'alinéa 4, sont ajoutés les alinéas 5, 6 et 7 nouveaux, libellés comme suit :

« Aux fins du présent article et de l'article 37-3*bis*, les commentaires sur les activités de négociation et autres services de conseil transactionnel sur mesure intrinsèquement liés à l'exécution d'une transaction sur instruments financiers ne sont pas considérés comme de la recherche.

Lorsqu'un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement reçoit les recherches d'un prestataire de recherche qui ne prend pas part à des services d'exécution et n'appartient pas à un groupe de services financiers comprenant un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement qui offre des services d'exécution ou de courtage, la fourniture de ces recherches à l'établissement de crédit ou à l'entreprise d'investissement est considérée comme remplissant les obligations prévues à l'alinéa 1^{er}. Dans de tels cas, l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement se conforme à l'exigence prévue à l'alinéa 2, point 3.

Lorsqu'ils ont connaissance des coûts totaux imputables aux recherches fournies par un tiers pour leur compte, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement tiennent un registre de ceux-ci. Sur demande, ces informations sont mises chaque année à la disposition des clients de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement. » ;

- 2° A la suite du paragraphe 1*bis*, il est inséré un paragraphe 1*ter* nouveau, libellé comme suit :

« (1*ter*) Les recherches produites par des établissements de crédit, des entreprises d'investissement ou par des tiers et utilisées par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement, leurs clients ou clients potentiels, ou qui leur sont communiquées, sont correctes, claires et non trompeuses. Les recherches sont clairement identifiables en tant que telles ou dans des termes similaires, pour autant que toutes les conditions prévues par le règlement délégué (UE) 2017/565 de la Commission du 25 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE 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 qui leur sont applicables soient remplies. ».

- Art. 4.** A la suite de l'article 37-3 de la même loi, il est introduit un article 37-3*bis* nouveau, libellé comme suit :

« Art. 37-3*bis*. Recherches financées par l'émetteur.

(1) Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui fournissent des services de gestion de portefeuille ou d'autres services d'investissement ou services auxiliaires veillent à ce que les recherches qu'ils communiquent à des clients ou clients potentiels, qui sont rémunérées, entièrement ou partiellement, par un émetteur ne soient

désignées comme des « recherches financées par l'émetteur » que si elles sont produites conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur visé à l'article 24, paragraphe 3^{quater}, de la directive 2014/65/UE.

(2) Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui produisent ou diffusent des recherches financées par l'émetteur mettent en place des dispositions organisationnelles propres à garantir que ces recherches sont produites conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur et satisfont à l'article 37-3, paragraphe 1^{er}, ainsi qu'aux paragraphes 1^{er} et 4 du présent article.

(3) Tout émetteur peut soumettre les recherches qu'il a financées, telles que visées au paragraphe 1^{er}, à l'organisme de collecte compétent défini à l'article 2, point 2, du règlement (UE) 2023/2859 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité.

Lorsqu'il soumet ces recherches à l'organisme de collecte, l'émetteur veille à ce qu'elles soient accompagnées de métadonnées précisant que les informations communiquées sont conformes au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur. Ces recherches ne sont pas considérées comme des informations réglementées au sens de la directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, ni comme des recherches en investissement au sens de la présente loi, et ne sont donc pas soumises au même niveau de contrôle réglementaire que des informations réglementées ou des recherches en investissement.

(4) Les recherches désignées comme des « recherches financées par l'émetteur » indiquent en première page, de manière claire et visible, qu'elles ont été élaborées conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur. Tout autre matériel de recherche financé, entièrement ou partiellement, par l'émetteur, mais qui n'est pas élaboré conformément à ce code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur, est désigné comme information publicitaire. ».

Art. 5. L'article 37-5 de la même loi est modifié comme suit :

- 1° Le paragraphe 1^{bis} est abrogé ;
- 2° Au paragraphe 1^{er}, les mots « A la suite de l'exécution d'une transaction » sont remplacés par les mots « En ce qui concerne les instruments financiers qui sont soumis

aux obligations de négociation prévues aux articles 23 et 28 du règlement (UE) n° 600/2014, à la suite de l'exécution d'un ordre » ;

- 3° Le paragraphe *3bis* est abrogé ;
- 4° Au paragraphe 4, deuxième phrase, les mots « , compte tenu notamment des informations publiées en application du paragraphe *3bis* et de l'article 61 de la loi du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers » sont supprimés.

Art. 6. L'article 53, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la même loi, est modifié comme suit :

- 1° Au point 21, le point final est remplacé par un point-virgule ;
- 2° A la suite du point 21, sont ajoutés les points 22, 23 et 24 nouveaux, libellés comme suit :

« 22. de prendre toutes les mesures nécessaires pour vérifier que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement ont mis en place des dispositions organisationnelles pour garantir que les recherches financées par l'émetteur qu'elles produisent ou diffusent sont conformes au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur visé à l'article 24, paragraphe *3quater*, de la directive 2014/65/UE ;

23. de suspendre la diffusion par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de toutes les recherches financées par l'émetteur qui ne sont pas produites conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur ;

24. d'émettre, pour toute recherche financée par l'émetteur et diffusée par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement qui n'est pas produite conformément au code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur, des avertissements afin d'informer le public que cette recherche n'est pas produite conformément audit code de conduite de l'Union applicable aux recherches financées par l'émetteur. ».

Art. 7. A l'article 63-*2bis*, paragraphe 1^{er}, de la même loi, il est inséré, à la suite du point 14, un point *14bis* nouveau, libellé comme suit :

« *14bis.* article *37-3bis* ; ».

Chapitre 2 – Modification de la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs

Art. 8. L'article 20, paragraphe *2bis*, de la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs, est abrogé.

Art. 9. A la suite de l'article 20 de la même loi, il est introduit un article 20-1 nouveau, libellé comme suit :

« Art. 20-1. Accessibilité des informations sur le point d'accès unique européen.

(1) À compter du 10 juillet 2026, lorsqu'il rend publiques des informations réglementées visées à l'article 20, paragraphe 1^{er}, l'émetteur, ou la personne qui a demandé l'admission à la négociation sur un marché réglementé sans le consentement de l'émetteur, et dont le Luxembourg est l'État membre d'origine, communique ces informations réglementées en même temps à l'organisme de collecte visé au paragraphe 3, en vue de les rendre accessibles sur le point d'accès unique européen, ci-après « ESAP », établi en vertu du règlement (UE) 2023/2859 du Parlement européen et du Conseil du 13 décembre 2023 établissant un point d'accès unique européen fournissant un accès centralisé aux informations publiées utiles pour les services financiers, les marchés des capitaux et la durabilité, ci-après « règlement (UE) 2023/2859 ».

Les informations réglementées satisfont aux exigences suivantes :

- a) elles sont communiquées dans un format permettant l'extraction de données au sens de l'article 2, point 3), du règlement (UE) 2023/2859, ou, le cas échéant, dans un format lisible par machine au sens de l'article 2, point 4), dudit règlement ;
- b) elles sont accompagnées des métadonnées suivantes :
 - i) tous les noms de l'émetteur auquel les informations se rapportent ;
 - ii) l'identifiant d'entité juridique de l'émetteur, précisé conformément à l'article 7, paragraphe 4, lettre b), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - iii) la taille de l'émetteur, suivant la catégorie précisée conformément à l'article 7, paragraphe 4, lettre d), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - iv) les secteurs industriels des activités économiques de l'émetteur, précisés conformément à l'article 7, paragraphe 4, lettre e), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - v) le type d'informations concerné, suivant la classification prévue par l'article 7, paragraphe 4, lettre c), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - vi) une mention précisant si les informations contiennent des données à caractère personnel.

(2) Aux fins du paragraphe 1^{er}, alinéa 2, lettre b), point ii), les émetteurs obtiennent un identifiant d'entité juridique.

(3) Aux fins de rendre les informations visées au paragraphe 1^{er} du présent article accessibles sur l'ESAP, l'organisme de collecte au sens de l'article 2, point 2), du règlement (UE) 2023/2859 est l'OAM désigné en vertu de l'article 20, paragraphe 2, de la présente loi. ».

Art. 10. A l'article 26^{ter} de la même loi, il est ajouté, à la suite du paragraphe 3, un paragraphe 4 nouveau, libellé comme suit :

« (4) À compter du 10 juillet 2026, les informations visées au paragraphe 1^{er} sont rendues accessibles sur l'ESAP. À cette fin, l'organisme de collecte au sens de l'article 2, point 2), du règlement (UE) 2023/2859 est la CSSF.

Les informations satisfont aux exigences suivantes :

- a) elles sont communiquées dans un format permettant l'extraction de données au sens de l'article 2, point 3), du règlement (UE) 2023/2859 ;
- b) elles sont accompagnées des métadonnées suivantes :
 - i) tous les noms de la personne physique ou de l'entité juridique à laquelle les informations se rapportent ;
 - ii) s'il est disponible, l'identifiant d'entité juridique de l'entité juridique, précisé conformément à l'article 7, paragraphe 4, lettre b), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - iii) le type d'informations concerné, suivant la classification prévue par l'article 7, paragraphe 4, lettre c), du règlement (UE) 2023/2859 ;
 - iv) une mention précisant si les informations contiennent des données à caractère personnel. ».

Chapitre 3 – Modification de la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers

Art. 11. L'article 1^{er} de la loi modifiée du 30 mai 2018 relative aux marchés d'instruments financiers est modifié comme suit :

1° Le point 27 prend la teneur suivante :

« 27. « internalisateur systématique » : un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement qui, de façon organisée, fréquente et systématique, négocie pour compte propre des actions et instruments assimilés en exécutant les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé, d'un MTF ou d'un OTF sans opérer de système multilatéral, ou qui opte pour le statut d'internalisateur systématique ; » ;

2° Le point 29 est modifié comme suit :

- a) À la première phrase, les mots « , ou un segment d'un MTF, » sont insérés entre les mots « un MTF » et les mots « enregistré en tant que marché de croissance des PME » ;

- b) À la deuxième phrase, les mots « , ou de segments d'un MTF, » sont insérés entre les mots « il s'agit des MTF » et les mots « enregistrés en tant que marché de croissance des PME » ;
- 3° Au point 51, les mots « un système ou un dispositif au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir » sont remplacés par les mots « un système multilatéral au sens de l'article 2, paragraphe 1^{er}, point 11, du règlement (UE) n° 600/2014 ».

Art. 12. L'article 6, paragraphe 1^{er}, de la même loi, est modifié comme suit :

- 1° Au point 6, le point final est remplacé par un point-virgule ;
- 2° A la suite du point 6, sont ajoutés les points 7 et 8 nouveaux, libellés comme suit :
- « 7. de prendre des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données conformément à l'article 22^{ter} du règlement (UE) n° 600/2014 ;
8. d'avoir au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix. ».

Art. 13. L'article 7, paragraphe 5, de la même loi, est modifié comme suit :

- 1° L'alinéa 1^{er} est modifié comme suit :
- a) A la première phrase, les mots « dans les situations d'urgence ou » sont insérés entre les mots « de suspendre ou de limiter la négociation » et les mots « en cas de fluctuation » ;
- b) A la deuxième phrase, les mots « ou de limitation » sont insérés entre les mots « les paramètres de suspension » et les mots « de la négociation soient judicieusement calibrés » ;
- 2° A la suite de l'alinéa 3, sont ajoutés les alinéas 4 et 5 nouveaux, libellés comme suit :
- « Un marché réglementé rend publiques sur son site internet des informations sur les situations qui ont conduit à la suspension ou à la limitation de la négociation et sur les principes présidant à la définition des principaux paramètres techniques utilisés à cette fin.
- Lorsqu'un marché réglementé ne suspend pas ou ne limite pas la négociation, comme visé à l'alinéa 1^{er}, en dépit du fait qu'une fluctuation importante des prix d'un instrument financier ou d'instruments financiers liés a créé des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre d'un ou de plusieurs marchés, la CSSF peut prendre les mesures appropriées pour rétablir le fonctionnement normal des marchés, y compris en utilisant les pouvoirs de surveillance visés à l'article 45, paragraphe 2, points 13 à 16. ».

Art. 14. A l'article 8, paragraphe 2, de la même loi, il est ajouté un alinéa 2 nouveau, libellé comme suit :

« Pour les actions ayant un numéro international d'identification des titres (code ISIN) délivré hors de l'Espace économique européen (EEE) ou les actions qui ont un code ISIN de l'EEE et qui sont négociées sur une plate-forme de pays tiers dans la monnaie locale ou dans une monnaie non-EEE, qui sont visées à l'article 23, paragraphe 1^{er}, lettre a), du règlement (UE) n° 600/2014, pour lesquelles la plate-forme qui est le marché le plus pertinent sur le plan de la liquidité est située dans un pays tiers, les marchés réglementés peuvent appliquer le même pas de cotation que celui appliqué sur cette plate-forme. ».

Art. 15. Les articles 11, 25 et 38 de la même loi sont abrogés.

Art. 16. A la suite de l'article 12 de la même loi, il est inséré un article 12*bis* nouveau, libellé comme suit :

« Art. 12*bis*. Conditions particulières relatives à l'admission d'actions à la négociation

(1) Les marchés réglementés exigent que la capitalisation boursière prévisible de l'entreprise dont les actions font l'objet d'une demande d'admission à la négociation ou, si cette capitalisation ne peut être évaluée, que le capital et les réserves de cette entreprise, y compris le compte de résultat, du dernier exercice, s'élève au minimum à 1 000 000 euros ou à un montant équivalent dans une devise autre que l'euro.

(2) Le paragraphe 1^{er} ne s'applique pas à l'admission à la négociation d'actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation.

(3) Les marchés réglementés exigent qu'au moment de l'admission à la négociation, au moins 10 pour cent du capital souscrit représenté par la catégorie d'actions concernée par la demande d'admission à la négociation soit détenu par le public.

(4) Par dérogation au paragraphe 3, les marchés réglementés peuvent imposer, au moment de l'admission, au moins une des exigences suivantes pour une demande d'admission à la négociation d'actions :

1. un nombre suffisant d'actions est détenu par le public ;
2. les actions sont détenues par un nombre suffisant d'actionnaires ;
3. la valeur de marché des actions détenues par le public représente une part suffisante du capital souscrit dans la catégorie d'actions concernée.

(5) Lorsque l'admission à la négociation est demandée pour des actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation, les marchés réglementés évaluent, pour satisfaire à l'exigence énoncée au paragraphe 3, si un nombre suffisant d'actions a été

distribué au public par rapport à l'ensemble des actions émises, et pas seulement par rapport aux actions fongibles avec des actions déjà admises à la négociation. ».

Art. 17. A l'article 26, paragraphe 1^{er}, de la même loi, il est ajouté, à la suite de l'alinéa 2, un alinéa 3 nouveau, libellé comme suit :

« Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg prennent des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données conformément à l'article 22^{ter} du règlement (UE) n° 600/2014. ».

Art. 18. L'article 29 de la même loi est modifié comme suit :

1° Le paragraphe 1^{er} est modifié comme suit :

- a) A l'alinéa 1^{er}, les mots « , ou un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « leur MTF » et les mots « en tant que marché », et les mots « du MTF, ou d'un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « demande d'enregistrement » et les mots « et communiquent » ;
- b) A l'alinéa 2, les mots « , ou d'un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « par la CSSF du MTF » et les mots « en tant que marché » ;
- c) A l'alinéa 2, le mot « satisfaites » est remplacé par les mots « respectées en ce qui concerne le MTF, ou que les exigences énoncées au paragraphe 2**bis** sont respectées en ce qui concerne un segment du MTF » ;
- d) A l'alinéa 3, les mots « , ou un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « que le MTF » et les mots « a été enregistré » ;

2° A la suite du paragraphe 2, il est inséré un paragraphe 2**bis** nouveau, libellé comme suit :

« (2**bis**) Le segment concerné du MTF est régi par des règles, systèmes et procédures efficaces qui garantissent le respect des conditions énoncées au paragraphe 2 et des conditions suivantes :

1. le segment du MTF enregistré en tant que « marché de croissance des PME » est clairement séparé des autres segments de marché exploités par l'établissement de crédit, l'entreprise d'investissement ou l'opérateur de marché exploitant le MTF, qui est signalé comme tel notamment par un nom différent, des règles différentes, une stratégie de commercialisation différente et une publicité différente, ainsi que par l'attribution au segment du marché de croissance des PME enregistré d'un code d'identification de marché (MIC) spécifique ;

2. les transactions effectuées sur le segment du marché de croissance des PME concerné sont clairement distinguées des autres activités de marché exercées au sein des autres segments du MTF ; et
3. à la demande de la CSSF, le MTF fournit une liste exhaustive des instruments cotés sur le segment concerné du marché de croissance des PME, ainsi que toute information sur le fonctionnement de ce segment demandée par la CSSF.
» ;

3° Le paragraphe 3 prend la teneur suivante :

« (3) Le respect par l'établissement de crédit, l'entreprise d'investissement ou l'opérateur de marché exploitant le MTF, ou un segment de celui-ci, au Luxembourg, des conditions énoncées aux paragraphes 2 et *2bis*, est sans préjudice du respect, par cet établissement de crédit, cette entreprise d'investissement ou cet opérateur de marché, des autres obligations prévues par la présente loi en matière d'exploitation de MTF. Sans préjudice du paragraphe 6, l'établissement de crédit, l'entreprise d'investissement ou l'opérateur de marché exploitant le MTF, ou un segment de celui-ci, au Luxembourg, peut imposer des obligations supplémentaires. » ;

4° Le paragraphe 4 est modifié comme suit :

- a) A la phrase liminaire, les mots « , ou d'un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « d'un MTF » et les mots « en tant que » ;
- b) Au point 1, les mots « marché au Luxembourg » sont remplacés par les mots « MTF au Luxembourg, ou un segment de celui-ci, » ;
- c) Au point 2, les mots « au paragraphe 2 » sont remplacés par les mots « aux paragraphes 2 et *2bis* », et les mots « , ou un segment du MTF » sont insérés après les mots « pour ce MTF » ;

5° Au paragraphe 5, les mots « , ou d'un segment de celui-ci, » sont insérés entre les mots « d'un MTF » et les mots « en tant que » ;

6° Le paragraphe 6 est modifié comme suit :

- a) A la première phrase, les mots « un autre marché de croissance des PME » sont remplacés par les mots « une autre plate-forme de négociation » ;
- b) A la deuxième phrase, les mots « Dans ce cas, » sont remplacés par les mots « Lorsque l'autre plate-forme de négociation est un autre marché de croissance des PME ou un segment d'un marché de croissance des PME, » ;
- c) Il est ajouté une troisième phrase nouvelle, libellée comme suit :

« Lorsque l'autre plate-forme de négociation n'est pas un marché de croissance des PME, l'émetteur est informé de toute obligation à laquelle il sera soumis en matière de gouvernance d'entreprise ou d'information initiale, périodique ou spécifique vis-à-vis de l'autre plate-forme de négociation. ».

Art. 19. A l'article 37, paragraphe 1^{er}, de la même loi, il est ajouté, à la suite de l'alinéa 2, un alinéa 3 nouveau, libellé comme suit :

« Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un OTF au Luxembourg prennent des dispositions pour faire en sorte de respecter les normes de qualité des données conformément à l'article 22^{ter} du règlement (UE) n° 600/2014. ».

Art. 20. A l'article 42, première phrase, de la même loi, les mots « aux articles 15, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, et 18, paragraphe 4, » sont remplacés par les mots « à l'article 15, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, ».

Art. 21. L'article 47 de la même loi est modifié comme suit :

1° Le paragraphe 1^{er} est modifié comme suit :

- a) Les points 10, 22 et 33 sont supprimés ;
- b) A la suite du point 11, il est inséré un point 11*bis* nouveau, libellé comme suit :
« 11*bis*. article 12*bis* ; » ;

2° Le paragraphe 2 est modifié comme suit :

- a) Il est inséré, à la suite du point 2, un point 2*bis* nouveau, libellé comme suit :
« 2*bis*. article 5, paragraphes 1^{er} et 7 ; » ;
- b) Au point 5, les mots « paragraphes 1^{er}, 3 et 4 » sont remplacés par les mots « paragraphe 1^{er} » ;
- c) Sont insérés, à la suite du point 5, les points 5*bis* et 5*ter* nouveaux, libellés comme suit :
« 5*bis*. article 8*bis*, paragraphes 1^{er} et 2 ;
5*ter*. article 8*ter*, paragraphe 1^{er} ; » ;
- d) Le point 7 prend la teneur suivante :
« 7. article 11, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, première phrase, paragraphe 1*bis*, alinéa 2, paragraphe 1*ter*, et paragraphe 3, alinéa 4 ; » ;
- e) Il est inséré, à la suite du point 7, un point 7*bis* nouveau, libellé comme suit :
« 7*bis*. article 11*bis*, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, première phrase, et alinéa 4 ; » ;
- f) Au point 9, les mots « paragraphe 1^{er} » sont remplacés par les mots « paragraphes 1^{er} et 2 » ;
- g) Le point 10 prend la teneur suivante :
« 10. article 14, paragraphes 1^{er} à 3 ; » ;

- h) Le point 13 est supprimé ;
- i) Au point 14, les mots « , 1*bis* » sont insérés entre les mots « paragraphes 1^{er} » et les mots « et 2 » ;
- j) Sont insérés, à la suite du point 16, les points 16*bis*, 16*ter* et 16*quater* nouveaux, libellés comme suit :
 - « 16*bis*. article 22*bis*, paragraphes 1^{er}, 5, 6, 7 et 8, première phrase ;
 - 16*ter*. article 22*ter*, paragraphe 1^{er} ;
 - 16*quater*. article 22*quater*, paragraphe 1^{er} ; » ;
- k) Au point 21, les mots « paragraphes 1^{er} et 2, alinéa 1^{er} » sont remplacés par les mots « paragraphe 1^{er} » ;
- l) Au point 24, les mots « paragraphes 2 et 3 » sont remplacés par les mots « paragraphe 3 » ;
- m) Il est inséré, à la suite du point 27, un point 27*bis* nouveau, libellé comme suit :
 - « 27*bis*. article 39*bis*, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er} ; ».

Art. 22. L'article 57 de la même loi est modifié comme suit :

1° L'intitulé est modifié comme suit :

- a) Les mots « et contrôle » sont remplacés par les mots « sur les instruments dérivés sur matières premières et contrôles » ;
- b) Les mots « et instruments dérivés sur quotas d'émission » sont ajoutés après les mots « positions sur instruments dérivés sur matières premières » ;

2° Le paragraphe 6 est modifié comme suit :

- a) A la première phrase, les mots « ou des instruments dérivés sur quotas d'émission » sont insérés entre les mots « matières premières » et les mots « appliquent des contrôles » ;
- b) A la deuxième phrase, point 2, les mots « sur les positions détenues sur des instruments dérivés sur quotas d'émission, ou » sont insérés entre les mots « le cas échéant, » et les mots « sur les positions détenues sur des instruments dérivés ».

Art. 23. L'article 58 de la même loi est modifié comme suit :

1° Le paragraphe 1^{er} est modifié comme suit :

- a) A l'alinéa 1^{er}, phrase liminaire, les mots « , des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ceux-ci » sont remplacés par les mots « ou des instruments dérivés sur quotas d'émission » ;

b) A l'alinéa 1^{er}, le point 1 prend la teneur suivante :

« 1. rendent publics :

a) pour ce qui est des plates-formes de négociation sur lesquelles sont négociés des contrats d'option, deux rapports hebdomadaires, dont l'un exclut les contrats d'option, contenant les positions agrégées détenues par les différentes catégories de personnes visées au paragraphe 4 pour les différents instruments dérivés sur matières premières ou instruments dérivés sur quotas d'émission négociés sur leur plate-forme de négociation, mentionnant le nombre de positions longues et courtes détenues par ces catégories, les variations qu'ont connu celles-ci depuis le dernier rapport, le pourcentage du total des positions ouvertes que représente chaque catégorie et le nombre de personnes visées à l'article 56 détenant une position dans chaque catégorie, conformément au paragraphe 4 ;

b) pour ce qui est des plates-formes de négociation sur lesquelles des contrats d'option ne sont pas négociés, un rapport hebdomadaire relatif aux éléments énoncés à la lettre a) ; et » ;

c) Il est inséré à la suite de l'alinéa 5, un alinéa 6 nouveau, libellé comme suit :

« Les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant une plate-forme de négociation au Luxembourg sur laquelle sont négociés des instruments dérivés sur matières premières ou des instruments dérivés sur quotas d'émission communiquent à la CSSF et à l'AEMF les rapports visés à l'alinéa 1^{er}, point 1. » ;

2° Le paragraphe 2, alinéa 1^{er}, est modifié comme suit :

a) Les mots « , des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ceux-ci en dehors » sont remplacés par les mots « ou des instruments dérivés sur quotas d'émission en dehors », et les mots « , les quotas d'émission ou les instruments dérivés sur ceux-ci » sont remplacés par les mots « ou les instruments dérivés sur quotas d'émission » ;

b) Les mots « et, le cas échéant, sur des instruments dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des instruments dérivés sur ceux-ci négociés sur une plate-forme de négociation » sont supprimés ;

3° Le paragraphe 4 est modifié comme suit :

a) A la phrase liminaire, les mots « , sur des quotas d'émission ou sur des instruments dérivés sur ceux-ci sont classés » sont remplacés par les mots « ou sur un instrument dérivé sur quotas d'émission sont classées » ;

b) Au point 5, les mots « quotas d'émissions ou des instruments dérivés sur ceux-ci » sont remplacés par les mots « instruments dérivés sur quotas d'émission ».

Art. 24. A l'article 59 de la même loi, les mots « opérés ou exploités au Luxembourg » sont supprimés.

Art. 25. Au titre I^{er}, chapitre VIII, de la même loi, la section III, et son article 61, sont abrogés.

Chapitre 4 – Dispositions finales

Art. 26. Les articles 8 à 10 entrent en vigueur le 10 juillet 2025.

Les articles 1^{er}, 2, 5, 11, points 1° et 3°, 12 à 15, 17, 19, 21, point 1°, lettre a), et point 2°, 22, 23 et 25 entrent en vigueur le 29 septembre 2025.

Les articles 3, 4, 6, 7, 11, point 2°, 16, 18 et 21, point 1°, lettre b), entrent en vigueur le 6 juin 2026.

*

Luxembourg, le 17 juin 2025

Le Président,

Diane Adehm

Le Rapporteur,

Maurice Bauer