

**N° 5627<sup>4</sup>**

**CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2006-2007

---

## **PROJET DE LOI**

**relative aux marchés d'instruments financiers  
et portant transposition de:**

- la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE,
- l'article 52 de la directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE 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,

**et portant modification de:**

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier,
- la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif,
- la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme,
- la loi modifiée du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés,
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier,
- la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances,
- la loi du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur,
- la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg,

**et portant abrogation de:**

- la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers,
- la loi modifiée du 21 juin 1984 relative aux marchés à terme

\* \* \*

## AVIS DU CONSEIL D'ETAT

(3.7.2007)

Par dépêche du 26 octobre 2006, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat le projet de loi sous rubrique, élaboré par le ministre du Trésor et du Budget.

Au texte étaient joints l'exposé des motifs et le commentaire des articles, ainsi qu'un tableau de correspondance entre la directive à transposer et le projet de loi en question.

Par dépêche du 18 décembre 2006, le Conseil d'Etat s'est encore vu communiquer l'avis obligatoire de la Banque centrale européenne sur l'article 172 du projet de loi.

L'avis de la Chambre de commerce a été porté à la connaissance du Conseil d'Etat par dépêche du 29 juin 2007.

Le présent avis tient compte des amendements gouvernementaux soumis à l'avis du Conseil d'Etat par dépêche du 14 février 2007, amendements qui sont formulés à la suite des observations reçues de la part de la Banque centrale du Luxembourg.

\*

### CONSIDERATIONS GENERALES

Le projet de loi a pour objet principal la transposition en droit luxembourgeois de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE.

Son objectif principal est d'un côté de créer un marché financier intégré et transparent où les investisseurs jouissent d'une protection appropriée et qui assure l'efficacité et l'intégrité des transactions en établissant des règles communes applicables à tous les acteurs. Dans cette finalité, la directive confère aux entreprises d'investissement un „passeport unique“ qui leur permet d'opérer dans toute l'Union européenne sur la base d'un agrément unique délivré dans l'Etat membre d'origine. D'un autre côté, elle fait bénéficier les investisseurs d'un niveau élevé de protection en instaurant un cadre réglementaire global régissant l'exécution de leurs opérations que ce soit sur les marchés réglementés, par des systèmes multilatéraux de négociations ou par les établissements de crédits et les entreprises d'investissement.

Selon l'exposé des motifs, la directive comporte trois grands axes:

1. Elle règle et harmonise les conditions d'agrément et d'exercice des entreprises d'investissement, condition préalable du passeport européen qui leur permet d'opérer sur tout le territoire de l'Union européenne sur base de l'agrément octroyé et de la surveillance exercée par les autorités compétentes de l'Etat membre d'origine. Dans ce contexte, la directive définit un ensemble de règles visant à renforcer la protection des investisseurs parmi lesquelles on retrouve des règles de conduite plus précises et plus strictes, le renforcement de l'obligation de la „best execution“ des ordres de la clientèle ainsi que des exigences organisationnelles et administratives pour éviter les conflits d'intérêt.
2. La deuxième partie de la directive consiste à promouvoir les intérêts des investisseurs en organisant l'efficacité des marchés et en stimulant la concurrence entre les différents régimes d'exécution des ordres. En effet, le cadre réglementaire mis en place par la directive favorise la concurrence entre les différents systèmes d'exécution des ordres, à savoir les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes internes de négociation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. L'idée fondamentale sous-jacente à cette démarche consiste à favoriser la concurrence entre les modes d'exécution des ordres pour améliorer la qualité et réduire le coût de leur exécution et augmenter l'efficacité des marchés financiers. Afin de garantir la liquidité de ceux-ci, la directive définit des règles détaillées concernant les obligations de pré- et de posttransparence qui sont désormais imposées aussi bien aux marchés réglementés qu'aux soi-disant MTF (*Multilateral Trading Facility*) et aux systèmes internes, appelés internalisateurs systématiques. La différence entre les deux derniers types d'acteurs est notable: alors que les premiers sont des systèmes multilatéraux de négociation qui ne se portent pas contrepartie de leurs utilisateurs, les internalisateurs, qui négocient selon un système bilatéral, le font. Désormais, tous les deux ainsi que les

marchés réglementés sont soumis aux exigences de pré-transparence sur les prix offerts, ceci dans le but d'éviter la fragmentation de la liquidité.

Toute cette réglementation concernant l'efficacité des marchés et la concurrence entre les différents régimes est transposée dans le projet de loi sous rubrique au Titre Ier: „Les marchés d'instruments financiers“. Cette partie de la loi en vedette remplacera ainsi la loi modifiée du 23 décembre 1988 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers. Ce faisant, le projet de loi remplacera aussi le régime de la concession dont bénéficie la Société de la Bourse de Luxembourg S.A. par un régime d'agrément des marchés réglementés. Le Conseil d'Etat y reviendra à l'occasion de l'examen des articles.

3. Le troisième volet de la directive est le renforcement de la coopération entre autorités compétentes des Etats membres. Dans ce contexte, la directive définit les pouvoirs minimaux dont doivent disposer les autorités compétentes nationales pour mener à bien leur mission et précise la répartition des compétences entre les autorités des Etats membres d'accueil et d'origine. Elle renforce par ailleurs l'obligation pour ces autorités compétentes de se porter assistance mutuelle, d'échanger des informations et d'envisager des enquêtes conjointes et met en place des mécanismes efficaces de coopération pour instruire et sanctionner les infractions aux règles de marché. Cette partie de la directive est transposée par le chapitre 5 du Titre Ier du projet de loi sous rubrique et au Titre II par insertion des dispositions nécessaires dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

A part ces trois grands axes, le projet de loi dispose la révision du statut de certains PSF (professionnels du secteur financier) définis aux articles 24 et suivants de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, ceci sous la considération des nouvelles exigences de la directive et de l'expérience acquise par la CSSF dans le cadre de l'instruction des dossiers d'agrément et de l'exercice de sa mission de surveillance.

Par ailleurs, le projet de loi sous rubrique réduit les exigences du capital initial applicable aux professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit. Celles-ci sont désormais réduites aux seuils minimaux prévus dans la directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit.

Enfin, le projet de loi sous rubrique procède à un important toilettage de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, complète le dispositif de ses définitions spécifiques et améliore ainsi la lisibilité générale d'un texte légal qui a déjà fait l'objet de nombreuses révisions.

La transposition en droit luxembourgeois de la MiFID („Market in Financial Instruments Directive“) a ainsi donné lieu à un travail législatif profond et impressionnant. Non seulement que les dispositions de la directive trouvent ici leur transposition adéquate, mais encore la solution choisie par les auteurs du projet de loi de transposer un grand nombre de dispositions en modifiant la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier trouve-t-elle l'entière approbation du Conseil d'Etat.

Quant au fond de la directive et du projet de loi sous rubrique, on peut s'étonner que le secteur financier, qui est déjà très réglementé, doive de nouveau faire l'objet de nouvelles contraintes tellement détaillées et tellement onéreuses. Ainsi, par exemple, le client doit être informé du montant de toutes les commissions payées à d'autres intermédiaires lors d'une transaction financière, obligation qu'on voit mal s'appliquer à d'autres secteurs comme par exemple le secteur automobile. A vrai dire, aucun secteur économique n'est tenu à ces détails de transparence relativement au fonctionnement et à l'organisation de son travail quotidien.

Le Conseil d'Etat constate que, dans son ensemble, le texte du projet de loi sous examen transpose fidèlement les dispositions de la directive et n'appelle de ce fait pas d'observation particulière. Aussi se limitera-t-il à des observations générales sur les points qui lui paraissent essentiels.

## EXAMEN DES ARTICLES

### TITRE Ier

#### Les marchés d'instruments financiers

Sous ce titre, le projet de loi reprend les dispositions de la directive relatives au mode d'exécution des ordres pour laquelle cette dernière distingue trois modes:

- le recours aux marchés réglementés,
- le recours au MTF, et
- l'internalisation des ordres par les établissements de crédit ou les entreprises d'investissement.

Un chapitre particulier est réservé à chacun de ces trois régimes. Le chapitre IV est consacré aux obligations légales de posttransparence incombant aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement, l'obligation de déclaration des transactions et l'obligation au secret professionnel des acteurs. Le chapitre V traite de la compétence et des pouvoirs de la Commission et le dernier chapitre du titre Ier couvre les dispositions particulières, tels la tenue d'une cote officielle, le droit de recours contre des décisions des marchés réglementés, des MTF et de leurs opérateurs, les sanctions administratives et pénales ou encore l'exemption fiscale.

#### Chapitre 1er.– *Les marchés réglementés*

Ce chapitre du projet de loi transpose en droit luxembourgeois les dispositions de la directive définissant le cadre juridique qui régit l'exploitation des marchés réglementés dans l'Union européenne en les adaptant au contexte luxembourgeois.

Ce faisant, les auteurs du projet de loi transposent un objectif important de la directive qui consiste à promouvoir la concurrence entre les différents régimes d'exécution des ordres en les mettant sur un pied d'égalité, ceci afin de renforcer l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers. Dans ce contexte, le droit communautaire considère que l'exploitation et la gestion d'un marché réglementé constitue une activité commerciale au même titre que l'exploitation d'un MTF ou l'exercice de toute autre activité d'investissement. Ceci implique l'abandon du système de la concession pour la Bourse de Luxembourg, dérivé de la conviction que l'exploitation et la gestion d'un marché réglementé ne peuvent plus être considérés comme fourniture d'un service public. Le Conseil d'Etat prend acte de cette modification importante dans le statut de la Bourse de Luxembourg qui était *de facto* titulaire de ce régime de concession depuis ses origines, situation qui a sans doute permis son développement et son essor.

#### Chapitre 2.– *Les MTF*

Une des principales nouveautés de la directive consiste à faire entrer l'exploitation d'un MTF dans la liste des services d'investissement. Sous cette dénomination, on entend l'ensemble des infrastructures qui permettent la divulgation multilatérale de positions de négociation ou d'ordres fermes, ainsi que l'exécution des ordres résultant de l'interaction des intérêts acheteurs et vendeurs ainsi exprimés. Elles ont pour point commun de permettre la prise de décisions autonome de négociation par les utilisateurs, sans que l'exploitant intervienne dans la présélection, la recommandation ou l'appariement des intérêts de négociation. Les MTF facilitent ainsi les interactions directes entre multiples utilisateurs.

Jusqu'ici, les différents Etats membres avaient des approches divergentes en matière d'agrément et de surveillance de ces systèmes multilatéraux de négociation. L'établissement d'un cadre légal harmonisé disposé par la directive, et fidèlement transposé par les articles 17 à 25 du projet de loi sous rubrique, vise à renforcer la sécurité juridique et à établir des conditions de concurrence équitables (*level playing field*) entre les acteurs concernés. Ceci concerne les conditions d'agrément et d'exploitation d'un MTF au Luxembourg, les accès à distance aux MTF, les processus de négociation et de dénouement des transactions sur les MTF, les exigences de transparence avant négociation et après négociation, les dispositions relatives aux contreparties centrales, aux organismes de compensation et aux systèmes de règlement relatifs aux MTF, ainsi que l'établissement d'un tableau officiel des MTF exploités au Luxembourg et soumis à la surveillance de la CSSF.

Le Conseil d'Etat approuve l'ensemble de ces dispositions.

### **Chapitre 3.– *Les internalisateurs systématiques***

Ce chapitre, qui contient le seul article 26, transpose fidèlement le dispositif de l'article 27 de la directive qui porte sur l'obligation, pour les internalisateurs systématiques en actions, de rendre publics leurs prix fermes. En effet, comme mentionné plus haut, un des objectifs majeurs de la directive consiste à mettre en place un régime global de transparence applicable à toutes les transactions en actions, qu'elles soient exécutées par un intermédiaire du marché réglementé, un MTF ou bien par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement sur une base bilatérale. Par ce moyen, la directive cherche à prévenir la fragmentation de la liquidité d'un titre dans un environnement où l'exécution des ordres se fait sur toute une série de marchés ou en interne dans les établissements de crédit et les entreprises d'investissement. Les informations dont disposent ceux-ci en exécutant les ordres de leurs clients en interne peuvent aussi intéresser d'autres participants du marché, quant aux prix pratiqués, si bien que ces acteurs sont désormais soumis à des obligations de transparence de pré- et de postnégociation. En pratique, ils sont tenus à l'affichage des cours pour les ordres de détail en actions et de rendre publics les cours acheteur et les cours vendeur des transactions concernant les actions liquides, permettant ainsi aux autres participants du marché d'obtenir des indications sur les conditions auxquelles les internalisateurs systématiques en actions sont disposés à conclure des transactions. Il est vrai que cette règle d'affichage des cours ne s'applique pas aux petits établissements de crédit et entreprises d'investissement dont il n'est pas établi qu'ils contribuent de manière significative à la liquidité du marché.

Le Conseil d'Etat n'a pas d'observation à formuler relativement à l'ensemble de ces dispositions.

### **Chapitre 4.– *Obligations de transparence après négociation, de déclaration et d'enregistrement et obligation au secret professionnel***

Ce chapitre transpose les articles 28 et 25 de la directive et n'appelle pas de remarque particulière de la part du Conseil d'Etat.

### **Chapitre 5.– *Autorités compétentes***

Ce chapitre traduit en droit interne les dispositions des articles 52, 54 à 59, 61 et 62 de la directive et concerne la désignation de l'autorité compétente au Luxembourg ainsi que les pouvoirs et les obligations de celle-ci. Alors que l'article 30 du projet de loi sous rubrique désigne la CSSF comme autorité compétente pour la surveillance des marchés d'instruments financiers et de leurs opérateurs, l'article 31 définit les pouvoirs de la commission dans l'exercice de ses fonctions, l'article 32 précise ses obligations en matière de secret professionnel, les articles subséquents énoncent les obligations et limites de la commission dans ses échanges avec les autorités compétentes étrangères.

Comme les dispositions de la directive sont ici fidèlement transposées en droit national, le Conseil d'Etat n'a pas d'observation à formuler à leur propos.

### **Chapitre 6.– *Dispositions particulières***

Sans observation.

## **TITRE II**

### **Dispositions modificatives, abrogatoires et diverses**

Sous ce titre sont regroupées toutes les modifications et abrogations nécessaires à la transposition de la directive dans le dispositif légal existant et, en particulier, dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

#### **Chapitre 1er.– *Dispositions modificatives***

##### *Articles 90 et 91*

Etant donné que les exigences de capital social initial définies dans la loi luxembourgeoise sont parmi les plus élevées existant dans l'Union européenne et constituent un multiple des minimaux prévus

dans les directives communautaires, en raison aussi de l'expérience acquise au cours des dernières années et dans le but de développer les compétences de la place financière dans son ensemble, les auteurs du projet de loi proposent de retenir dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier les montants minimaux de capital social prévus par la directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil européen sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit (refonte).

Le Conseil d'Etat approuve cette réduction qui est de nature à attirer des spécialistes de la finance au Luxembourg et constitue une mesure susceptible d'améliorer la compétitivité et le *know-how* de la place financière.

#### Article 97

Cet article abroge et remplace l'actuel article 24 de la loi modifiée du 5 avril 1993 par les articles 24 à 24-9 nouveaux et dispose un certain nombre de transferts dans la classification actuelle des PSF entre entreprises d'investissement et simples PSF. Alors que les premières bénéficieront du passeport européen et doivent par là même adhérer au système de garantie des dépôts, les autres PSF ne jouissent pas du même statut.

Les sociétés qui, par application de la directive, reçoivent le statut d'entreprise d'investissement sont les conseillers en investissement, les courtiers en instruments financiers et les teneurs de marché. Ils seront donc dorénavant des entreprises d'investissement et bénéficieront du passeport européen. Ils rejoignent ainsi le groupe constitué par les commissionnaires, les gérants de fortune, les professionnels intervenants pour compte propre, les preneurs d'instruments financiers et les distributeurs de parts d'OPC. Sauf pour cette dernière catégorie, le texte du projet de loi rend conforme la définition de toutes ces catégories à celles de la directive et l'applique donc fidèlement. Viennent alors s'ajouter deux nouvelles catégories de PSF qui auront le statut d'entreprises d'investissement: il s'agit des sociétés d'intermédiation financière et des entreprises d'investissement exploitant un MTF au Luxembourg.

Tous ces transferts, définitions et statuts nouveaux sont conformes aux dispositions de la directive, si bien que le Conseil d'Etat ne peut que les approuver.

L'article 24-1 crée une nouvelle catégorie d'intermédiaires financiers: les courtiers en instruments financiers. Ces professionnels sont désormais aussi autorisés à offrir des services d'assurances à leurs clients.

Le Conseil d'Etat peut se rallier à cette nouvelle approche. A l'instar de la Chambre de commerce, il donne cependant à considérer que l'activité d'intermédiation en services financiers et l'activité d'intermédiation en services d'assurances relève de régimes communautaires différents. Ainsi, l'activité d'intermédiation en assurances est régie par la directive 2002/92/CE du Parlement et du Conseil du 9 décembre 2002, transposée par la loi du 13 juillet 2005 en droit national où ces dispositions figurent dans la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances. Il est partant nécessaire que le conseiller en investissement visé à l'article 24 de la loi ne puisse pas se dérober aux exigences de cette directive s'il procède à des opérations de services d'intermédiation en assurances.

En adoptant les motifs développés dans l'avis de la Chambre de commerce, le Conseil d'Etat propose dès lors de compléter l'article 97 du projet de loi sous avis, modifiant et complétant l'article 24 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, en amendant comme suit la phrase introductive du paragraphe 4, alinéa 2 dudit article 24:

*„Lorsque le conseiller en investissement est également immatriculé au titre de la directive 2002/92/CE du Parlement européen et du Conseil du 9 décembre 2002 sur l'intermédiation en assurances, il doit satisfaire aux conditions et exigences établies par la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et concernant plus particulièrement les intermédiaires d'assurances et il doit en particulier disposer:“*

La même observation vaut en rapport avec les sociétés d'intermédiation financière, de sorte qu'à l'article 97, il conviendra d'y compléter le nouvel article 24-8, paragraphe 2, par l'alinéa suivant:

*„Lorsqu'une société d'intermédiation financière est également immatriculée au titre de la directive 2002/92/CE du Parlement européen et du Conseil du 9 décembre 2002 sur l'intermédiation en assurances, elle doit en outre satisfaire aux conditions et exigences établies par la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances et concernant plus particulièrement les intermédiaires d'assurances.“*



### Article 99

L'article 99 dispose que les agents de transfert et de registre et les dépositaires professionnels d'instruments financiers perdent leur statut d'entreprises d'investissement et en conséquence leur passeport européen. Ils deviennent ainsi des PSF autres que des entreprises d'investissement. A la même occasion, la définition de ces deux catégories de professionnels est revue et modifiée à la lumière des textes de la directive.

Le Conseil d'Etat peut faire siennes les réflexions de la Chambre de commerce que par ce reclassement, les agents de registre (anciennement agents de transfert et de registre) ne sont plus désormais membres de l'Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg (AGDL), ce qui peut poser un problème de perception vis-à-vis de l'investisseur individuel, s'il y en a, et qui ne serait plus protégé par le système de garanties de dépôts contre une défaillance d'un agent de transfert. Mais, étant donné qu'ici aussi la directive est correctement appliquée et que la clientèle de cette catégorie de professionnels sont des professionnels membres de l'AGDL, il n'y a pas lieu, aux yeux du Conseil d'Etat, de modifier le libellé de cet article.

Enfin, cet article introduit un nouveau statut de PSF dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, à savoir le statut d'opérateur d'un marché réglementé agréé au Luxembourg. Le Conseil d'Etat n'a pas d'observation à formuler à ce propos.

### Articles 110 et 111

Le Conseil d'Etat note que le statut de PSF de l'opérateur de systèmes informatiques et de réseaux de communication du secteur financier (article actuel 29-3 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier) sera divisé en deux branches, à savoir les opérateurs de systèmes informatiques primaires du secteur financier (article 29-3 nouveau) et les opérateurs de systèmes informatiques secondaires et de réseaux de communication du secteur financier (article 29-4 nouveau).

En premier lieu, il convient de relever que le projet sous examen ne contient aucune disposition transitoire établissant clairement dans quelle catégorie les opérateurs agréés au titre de l'article 29-3 actuel seront affectés de plein droit. Selon toute évidence, ils devront pouvoir bénéficier du statut plus étendu de l'article 29-3 nouveau. Encore faudra-t-il l'énoncer clairement. Le Conseil d'Etat propose dès lors de compléter l'article 29-3 du projet par un paragraphe 6 rédigé comme suit:

„(6) Les opérateurs de systèmes informatiques et de réseaux de communication du secteur financier, agréés au titre de l'article 29-3 comme tels au moment de l'entrée en vigueur de la présente loi, bénéficient de plein droit du statut d'opérateurs de systèmes informatiques primaires du secteur financier.“

En deuxième lieu, il convient de souligner la diminution très considérable des exigences en matière de capital social minimum. En effet, l'exigence actuelle de 1.500.000 euros passe à 370.000 euros (29-3), respectivement 50.000 euros (29-4). Le capital social minimum fort élevé constituait en effet un obstacle important empêchant bon nombre de petites et moyennes entreprises d'avoir accès au statut de PSF en la matière, alors qu'elles disposaient par ailleurs des compétences techniques requises. Le Conseil d'Etat exprime dès lors son approbation face à cette mesure, alors qu'une exigence en capital élevée n'est pas indispensable, vu que les opérateurs concernés n'offrent pas de services financiers.

Par ailleurs, le Conseil d'Etat avait déjà soulevé, dans son avis du 3 juin 2003 relatif au projet de loi No 5085<sup>1</sup> ayant introduit pour la première fois le statut de PSF d'opérateur de systèmes informatiques, qu'il convenait, d'un côté, de clarifier la distinction entre les intervenants bénéficiant du statut de PSF et ceux régis simplement par les règles fort contraignantes de l'ancienne Circulaire CSSF 96/126, remplacée sur ce point entre-temps par la Circulaire CSSF 05/178. D'un autre côté, l'absence de passeport européen en la matière complique la question, surtout d'un point de vue du respect du secret bancaire, alors que l'opérateur, pour ce qui est de ses activités régies par la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, entre dans la sphère du secret bancaire. Quant au premier volet, il devient encore plus complexe du fait de la division du statut d'opérateur informatique en deux branches, et, en ce qui concerne le second, le fait que les opérateurs ne sont désormais plus obligés de limiter leurs prestations à des entreprises relevant des secteurs réglementés de la finance et de l'assu-

<sup>1</sup> devenu la loi du 2 août 2003 portant modification des lois modifiées du 5 avril 1993 relative au secteur financier, du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier et du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés.

rance peut constituer un nouveau risque pour le secret bancaire vu la disparition de la limitation énoncée au paragraphe 2 de l'actuel article 29-3.

La CSSF avait pris l'initiative fort utile de préciser le statut du PSF de l'article 29-3 actuel par sa Circulaire 06/240. Tout comme le Conseil d'Etat qui, dans son avis précité du 3 juin 2003, avait exprimé le souhait que les autorités de surveillance donnent aux opérateurs dans les meilleurs délais les informations et précisions supplémentaires essentielles pour la sécurité juridique dans un secteur hautement sensible, ainsi il exprime aujourd'hui à nouveau ce souci.

Enfin le Conseil d'Etat est à se demander si la législation relative au secteur des assurances et de réassurances explicitement visée par les deux articles commentés trouve aussi son application législative dans les textes concernant ce secteur.

#### *Article 136*

L'article 136 introduit à la partie II de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier un nouveau chapitre 4 intitulé „*Dispositions applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement*“. Sont ici regroupées toutes les dispositions de la directive relatives à l'organisation et aux règles de bonne conduite à respecter par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, ainsi que les règles à observer par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui font appel à des agents liés. La plupart de ces règles sont déjà connues par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, soit que les dispositions y relatives existent dans les articles 36, 36-1 et 37 de la loi actuelle, soit qu'elles sont mentionnées dans les circulaires de la CSSF. En application fidèle de la directive, l'ensemble de ces règles dites „organisationnelles“ et „de conduite“ auront désormais force de loi.

Ainsi, le nouvel article 37-1 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier transpose l'article 13 de la directive et reprend la liste des mesures à prendre par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement au titre des exigences organisationnelles. Il s'agit en particulier des exigences pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de se doter de politiques et procédures adéquates pour répondre aux nouvelles exigences, par exemple pour encadrer des transactions personnelles effectuées par leur personnel, y compris les membres de la direction et leurs agents liés, pour prévenir et, le cas échéant, gérer les conflits d'intérêts, pour assurer la continuité et la régularité de la fourniture de leurs services et de l'exercice de leur activité, pour l'organisation interne des dispositifs de comptabilité, de contrôle interne et de gestion des risques. Même s'il constate que l'ensemble de ces procédures et dispositifs est entre-temps bien connu par le secteur en question, le Conseil d'Etat regrette le manque de précision des termes utilisés pour les décrire dans le libellé de cet article: des expressions comme „procédures adéquates“, „mesures raisonnables“, „processus appropriés et proportionnés“ ne sont pas faites pour contribuer à la clarté juridique de l'état de choses voulu par le nouveau texte légal, même s'il est vrai que les mêmes termes sont employés dans l'énoncé de l'article 13 de la directive. Précisons toutefois qu'en vertu du paragraphe 9, les mesures prises pour l'exécution de cet article seront fixées par voie de règlement grand-ducal.

La même remarque s'applique au nouvel article 31-2.– *Les conflits d'intérêts* qui porte sur les mesures que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement doivent mettre en place pour détecter les conflits d'intérêts se posant entre eux-mêmes, y compris les membres de leur direction, leurs agents et agents liés et leurs clients lors d'une prestation de service telle que décrite dans le présent projet de loi.

Le nouvel article 37-3 précise les règles de conduite pour la fourniture de services d'investissement à des clients. Ce nouvel article transpose les dispositions de l'article 19 de la directive.

Il s'agit en particulier des obligations d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au service des clients, de veiller à ce que toutes informations, y compris la publicité, soient correctes, claires et non trompeuses et de doter le client de toute une série d'informations, en particulier sur les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposées, les coûts et frais liés, ainsi que les systèmes d'exécution. Ces orientations sont sans doute inspirées de l'idée toute faite que plus le client est informé, mieux il est protégé, assertion qui, aux yeux du Conseil d'Etat, peut susciter de sérieux doutes, ceci au vu de la quantité et de la panoplie des informations ainsi produites.

Le paragraphe 4 de l'article 37-3 traite du nouveau „*suitability test*“ qui met les établissements de crédit et les entreprises d'investissement dans l'obligation de se procurer les informations nécessaires concernant les connaissances et l'expérience du client ou du client potentiel en matière d'investisse-



ment, chaque fois en relation avec les types spécifiques de produits ou de services, la situation financière et les objectifs d'investissement particuliers du client concerné, afin de lui recommander les instruments financiers qui lui conviennent. Ces obligations, prises en conjonction avec celles précisées au paragraphe 5 traitant de l'„*appropriateness test*“ et qui concerne la fourniture de services autres que les services de conseil en investissement et de gestion et qui demande aux clients potentiels de donner des informations sur ses connaissances et sur son expérience dans cette catégorie spécifique de produits ou de services, et en insistant sur le caractère systématique de ces mesures, créent un fait nouveau pour les opérateurs de la place et font appel à des investissements informatiques, administratifs et humains considérables. Alors que le client sera noyé sous une multitude d'informations, d'avertissements et de mises en garde, son interlocuteur professionnel sera dans une situation comparable car exposé à l'obligation de disposer de toutes les informations requises, d'avoir formulé tous les avertissements nécessaires et de bien avoir compris le profil de son client. Ces remarques ne contestent aucunement la transposition fidèle de la directive à cet endroit.

Le paragraphe 6 de cet article traite des établissements de crédit et des entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement qui comprennent uniquement l'exécution, la réception et la transmission d'ordres de clients. Sont visés ici les cas de ce qu'on appelle communément „*internet brokerage*“ et qui, sous certaines conditions, sont dispensés des dispositions du paragraphe 5, c'est-à-dire celles relatives à l'„*appropriateness test*“.

Les dispositions contraignantes de cet article seront précisées par voie de règlement grand-ducal tel que précisé au paragraphe 9, ce qui, aux yeux du Conseil d'Etat, est indispensable, étant donné le caractère approximatif des notions employées, tant dans la directive que dans le texte du projet de loi sous rubrique.

Le nouvel article 37-4 qui traite de la fourniture de services par l'intermédiaire d'un autre établissement de crédit ou d'une autre entreprise d'investissement dispose qu'il appartient à l'acteur qui est en contact direct avec les clients d'effectuer l'„*appropriateness test*“ et le „*suitability test*“ sans que pour autant cette obligation soit transmise à chaque maillon de la chaîne de l'exécution d'un ordre. Ainsi est transposé l'article 20 de la directive.

L'article 37-5 traite de l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour les clients et transpose l'article 21 de la directive tout en reprenant les dispositions sans doute les plus discutables de la directive MiFID.

Il s'agit en effet de toutes les dispositions relatives à l'obligation d'exécution au mieux auxquelles doivent se soumettre les établissements de crédit et les entreprises d'investissement pour obtenir, dans le chef du client et lors de l'exécution des ordres, le meilleur résultat possible. Sont ainsi visés un certain nombre de critères formulés par la directive, et repris au paragraphe 1er de l'article sous rubrique, qui ont trait au prix, au coût, à la rapidité, à la probabilité de l'exécution et du règlement, à la taille et à la nature de l'ordre. Sans favoriser aucun des trois modes d'exécution d'un ordre sur les marchés financiers, cette disposition vise à favoriser la concurrence entre systèmes de négociation et à contribuer à canaliser les liquidités vers les systèmes de négociation les plus efficaces et les plus compétitifs.

Pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, ces contraintes constituent une obligation de moyens et non pas une obligation de résultat. Il s'agit de prendre toutes les mesures raisonnables pour obtenir le meilleur résultat possible pour leurs clients, sauf si le client a donné une instruction spécifique qui prime alors sur les obligations de la „*best execution*“. Par contre et pour satisfaire à cette obligation de moyens, les acteurs sont tenus pour chaque catégorie d'instruments financiers d'établir une politique d'exécution des ordres et de la faire accepter par le client. Par ailleurs, si cette politique d'exécution des ordres prévoit la possibilité de les exécuter en dehors d'un marché réglementé ou d'un MTF, l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement doit obtenir le consentement préalable exprès du client à cet effet. Enfin, les acteurs sont tenus de réexaminer régulièrement leur procédure et leur politique d'exécution des ordres et de les mettre à jour dès qu'elles ne répondent plus aux exigences ci-avant formulées. En plus, ils doivent être capables de démontrer à leurs clients, à la demande de ceux-ci, que chaque ordre a été exécuté en conformité avec la politique d'exécution établie et acceptée.

S'il est vrai que le paragraphe 6 de l'article 37-5 nouveau établit la base légale pour qu'un règlement grand-ducal puisse arrêter les mesures d'exécution de cet article, le Conseil d'Etat est à se demander jusqu'à quel degré de précision et de détails les dispositions ci-avant décrites doivent être spécifiées pour ne pas donner lieu à un nombre important de litiges et de contentieux qu'elles risquent de provoquer. Par ailleurs, ce qui jadis pouvait être considéré comme professionnalisme d'une banque ou d'une

entreprise d'investissement sera désormais soumise à une obligation légale et uniformisée pour tous les acteurs. Enfin, compte tenu de la réalité des marchés financiers, l'obligation de comparer les conditions de négociation offertes par un éventail raisonnable de systèmes d'exécution et d'acheminer les ordres vers les systèmes qui offrent les meilleures conditions ne peut pas constituer une garantie permanente pour que la „best execution“ ait été obtenue dans chacun des cas. En attendant le règlement grand-ducal en question, et en se basant sur le seul texte soumis à son examen, le Conseil d'Etat ne peut que prévoir un nombre de contestations impressionnant en relation avec les obligations ci-avant formulées.

*Article 167*

Le Conseil d'Etat attire l'attention des auteurs du projet de loi sous avis sur le fait que la référence à la loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public est erronée, alors que ladite loi de 1991 a été abrogée par celle du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et qu'il y a partant lieu de modifier la lettre a) de l'article 167 en conséquence.

Constatant que sur l'ensemble du dispositif, même quant aux articles qui n'ont pas été mentionnés dans le présent avis, les dispositions de la directive sont fidèlement transposées par le projet de loi sous rubrique, celui-ci est approuvé par le Conseil d'Etat.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 3 juillet 2007.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

