

Projet de loi

relative aux marchés d'instruments financiers et portant :

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

Avis du Conseil d'État

(20 février 2018)

Par dépêche du 4 juillet 2017, le Premier ministre, ministre d'État, a soumis à l'avis du Conseil d'État le projet de loi sous rubrique, élaboré par le ministre des Finances.

Au texte du projet de loi étaient joints un exposé des motifs, un commentaire des articles, une fiche d'évaluation d'impact, une fiche financière, un tableau de correspondance entre le projet de loi et la directive

2014/65/UE, ainsi que les textes coordonnés par extraits des lois modifiées par le projet de loi sous avis.

L'avis de la Chambre de commerce a été communiqué au Conseil d'État par dépêche du 21 novembre 2017.

Considérations générales

Le projet de loi sous avis a pour objet principal la transposition en droit luxembourgeois de la directive 2014/65/UE, dite « MiFID II », 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 et la mise en œuvre du règlement (UE) n° 600/2014, dit « MiFIR », du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012. Le texte en projet transpose encore l'article 6 de la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 complétant la directive 2014/65/UE du Parlement et du Conseil en ce qui concerne la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, les obligations applicables en matière de gouvernance des produits et les règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage pécuniaire ou non pécuniaire, et cela à travers une modification de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière. Le texte en projet est censé remplacer la loi modifiée du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers qui, à l'époque, avait transposé la directive 2004/39/CE, dite « MiFID I », 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 du Conseil, directive qui est elle-même abrogée par la directive 2014/65/UE.

La structure du texte en projet correspond à celle de la loi actuellement en vigueur. Dans une première partie, qui constitue un dispositif autonome, les aspects de la directive 2014/65/UE qui traitent de l'organisation des marchés d'instruments financiers sont transposés. Dans une seconde partie, les dispositions de la directive 2014/65/UE qui touchent à la réglementation des services et des activités d'investissement sont intégrées à l'ordre juridique national, et cela essentiellement à travers des adaptations à la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier (ci-après la « LSF »).

Sur le fond, là où le dispositif MiFID I visait à créer un marché financier intégré et transparent qui permettait aux investisseurs de bénéficier d'une protection appropriée et qui assurait l'efficacité et l'intégrité des transactions en établissant des règles communes applicables à tous les acteurs concernés, les nouveaux dispositifs prévus par la directive 2014/65/UE et par le règlement (UE) n° 600/2014 ont pour objectif de combler les lacunes dans la réglementation des marchés financiers révélées par la crise financière de 2008. D'une façon générale, l'objectif affiché par les auteurs de la directive MiFID II et du règlement MiFIR est de rendre les marchés financiers plus solides et d'augmenter leur transparence. Dans cette perspective, la nouvelle directive instaure un cadre juridique plus strict pour les activités de négociation sur les marchés financiers, prévoit des mesures supplémentaires en vue de la protection des investisseurs et dote les autorités de surveillance de pouvoirs plus efficaces.

Plus précisément, la directive 2014/65/UE vise à :

- améliorer la structure des marchés financiers en créant une nouvelle plate-forme de négociation réglementée, à savoir le système organisé de négociation (*Organised Trading Facility*, en abrégé OTF), à côté des plates-formes de négociation existantes, comme les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation (*Multilateral Trading Facility*, en abrégé MTF), le but étant d'augmenter de façon sensible le nombre de négociations d'instruments financiers qui à l'avenir passeront par des plates-formes de négociation multilatérales et bien réglementées ; la directive restreint ainsi le périmètre de la négociation de gré à gré, en imposant une obligation de négociation des actions et produits dérivés éligibles à la compensation uniquement sur des lieux d'exécutions organisés et réglementés ; la directive innove encore, dans le contexte de la structuration des marchés financiers, en permettant aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement et aux opérateurs de marché exploitant un MTF d'enregistrer leur plate-forme de négociation en tant que marché de croissance des petites et moyennes entreprises (ci-après les « PME »), ce label spécifique étant destiné à faciliter l'accès des PME aux marchés des capitaux ;
- adapter la réglementation aux nouvelles technologies utilisées afin de mieux contrôler les activités de négociation effectuées moyennant le recours au trading algorithmique et au trading à haute fréquence ;
- limiter la spéculation dans certains domaines comme les matières premières à travers l'introduction d'un système harmonisé à l'échelle de l'Union européenne qui permet aux autorités de surveillance de fixer des limites aux positions détenues en termes d'instruments dérivés sur matières premières et de contrôler la gestion de ces positions à travers un régime de déclaration et de *reporting* ;
- imposer des exigences organisationnelles plus strictes et qui ont notamment trait aux membres des organes de direction des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché, mais qui prévoient également des règles en vue d'une meilleure gouvernance des produits financiers moyennant la mise en place de processus de validation de chaque instrument financier qui est offert aux clients et ceci de façon à garantir que les investisseurs se voient offrir des produits adaptés à leur profil ;
- améliorer de façon plus générale la protection des investisseurs en garantissant que les entreprises d'investissement agissent au mieux des intérêts de leurs clients lorsqu'elles leur fournissent des services d'investissement et exécutent les ordres aux conditions les plus favorables pour le client, le principe de meilleure exécution se trouvant ainsi renforcé, précisent si les conseils qu'elles fournissent aux clients le sont de façon indépendante, ne rémunèrent ou n'évaluent pas la performance de leurs personnels d'une façon qui pourrait aller à l'encontre des intérêts des clients, sauvegardent les actifs de leurs clients, n'acceptent pas, en les conservant, des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service au client qui seraient susceptibles de mettre les entreprises d'investissement en porte-à-faux avec leur obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle et au mieux des intérêts de leurs clients ;

- soumettre à agrément et à la surveillance par les autorités compétentes la prestation de services de communication de certaines données de base relatives aux marchés financiers et ceci afin de « permettre aux utilisateurs d'obtenir une vue d'ensemble des activités de négociation sur l'ensemble des marchés financiers et aux autorités compétentes de disposer d'informations précises et complètes sur certaines transactions »¹ pour exercer leurs activités de surveillance.

Le règlement MiFIR, qui est directement applicable, développe les règles de transparence qui s'appliquent aux plates-formes de négociation (marchés réglementés, MTF et OTF), aux internalisateurs systématiques et aux entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré. Il prévoit ensuite, sous des conditions données, une obligation de négociation pour les entreprises d'investissement sur certaines plates-formes. Il instaure par ailleurs une obligation de négociation sur des marchés réglementés, des MTF ou des OTF pour certaines catégories de produits dérivés. Il prévoit encore l'obligation pour les entreprises d'investissement de conserver les enregistrements, retraçant les données pertinentes relatives à tous les ordres et à toutes les transactions sur instruments financiers, de déclarer les transactions et de fournir les données de référence relatives aux instruments financiers aux autorités de réglementation et de surveillance. Enfin, le dispositif proposé supprime un certain nombre de barrières existantes à l'heure actuelle entre marchés organisés et fournisseurs de services de compensation, cela en vue de l'instauration d'une plus grande concurrence.

Le Conseil d'État note que certaines des règles qui viennent d'être développées ne sont pas nouvelles, mais ont été précisées, voire complétées lors du passage du dispositif MiFID I à MiFID II. Il suffit, pour s'en rendre compte, de se référer à l'annexe IV de la directive 2014/65/UE et au tableau de correspondance qui y figure. Ce tableau de correspondance, qui est exigé par l'article 94 de la directive 2014/65/UE, met en lumière que de larges pans de la directive 2004/39/CE ont été reportés vers la directive 2014/65/UE.

Ce même tableau met en évidence un autre phénomène, à savoir le choix des autorités européennes fait en faveur d'une approche beaucoup plus coercitive que celle qui prévalait en 2004 et qui privilégiait le recours à la directive. Ainsi, les dispositions relatives :

- aux obligations de transparence pré-négociation imposées aux plates-formes de négociation pour les actions, certificats représentatifs, fonds cotés, certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires,
- aux règles de transparence pour les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré et notamment l'obligation pour les internalisateurs systématiques de rendre publics des prix fermes pour les actions, les certificats représentatifs, les fonds cotés, les certificats préférentiels et autres instruments financiers similaires, ou encore les obligations de transparence post-négociation des entreprises d'investissement pour les mêmes types d'instruments financiers,
- l'obligation faite aux entreprises d'investissement de préserver l'intégrité du marché, de déclarer les transactions conclues et d'en conserver un enregistrement face aux autorités compétentes,

¹ Considérant 115 de la directive 2014/65/UE.

ne sont plus reprises par la directive 2014/65/UE, mais intégrées au règlement (UE) n° 600/2014.

Parallèlement, et logiquement, elles disparaissent également de la législation nationale.

Cette même tendance se fait jour au niveau des dispositifs d'exécution. Les principes généraux qui figurent dans la directive 2014/65/UE et dans le règlement (UE) n° 600/2014 sont en effet détaillés dans plusieurs textes dits de niveau 2, adoptés par la Commission européenne, qui prennent la forme soit d'une directive qui doit être transposée en droit national, en l'occurrence la directive déléguée (UE) 2017/593 de la Commission du 7 avril 2016 qui fait l'objet de mesures de transposition reprises dans le projet de règlement grand-ducal relatif à la protection des instruments financiers et des fonds des clients, aux obligations applicables en matière de gouvernance des produits et aux règles régissant l'octroi ou la perception de droits, de commissions ou de tout autre avantage monétaire ou non monétaire qui est soumis au Conseil d'État parallèlement au projet de loi sous revue, soit d'un règlement qui est directement applicable dans chacun des États membres. La plupart des dispositifs d'exécution prennent la forme de règlements, dont certains sont des règlements délégués – dont, en particulier, 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 – et d'autres sont des règlements d'exécution, selon qu'ils reprennent des normes techniques de réglementation ou des normes techniques d'exécution préparées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ci-après l'« AEMF »). En ce qui concerne plus particulièrement le règlement délégué (UE) 2017/565, il fait basculer de larges pans des dispositifs prévus par 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 vers un dispositif qui sera directement applicable dans le droit national. Tel est notamment le cas des modalités d'application du principe de la meilleure exécution des ordres du client qui se trouve renforcé par le dispositif MiFID/MiFIR. Par voie de conséquence, le règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 relatif aux exigences organisationnelles et aux règles de conduite dans le secteur financier qui, à l'époque, transposa la directive 2006/73/CE se verra remplacé par le projet de règlement grand-ducal relatif notamment à la protection des instruments financiers et des fonds des clients précité délégué des matières en question qui se retrouvent dans des textes européens directement applicables ou, pour certaines d'entre elles, dans la future loi MiFID II.

Ce changement d'approche des instances européennes, qui est de nature à limiter les pouvoirs discrétionnaires octroyés aux États membres par le droit de l'Union européenne en matière de services financiers², additionné aux nouvelles mesures prises, contribuera certainement à rendre plus efficaces les dispositifs mis en place par MiFID I et à en améliorer le

² Voir à ce sujet le considérant 58 de la directive 2014/65/UE.

bilan resté contrasté en raison notamment des effets collatéraux indésirables induits par le dispositif, comme la fragmentation de la liquidité dans le sillage de la mise en concurrence des plates-formes de négociation ou encore l'émergence de pools de liquidité opaques (*dark pools*) échappant aux règles de transparence ou encore, semble-t-il, une réduction des coûts de négociation peu perceptible par les investisseurs malgré une baisse des commissions de négociation.

Concernant la configuration des marchés financiers, l'extension du périmètre des instruments financiers couverts, le recentrage de la négociation pour les actions et pour les produits dérivés standardisés et liquides sur des marchés réglementés et organisés, la clarification des liens entre les marchés OTC et les plates-formes de négociation, l'alignement des exigences organisationnelles s'appliquant aux différents lieux d'exécution pour promouvoir une concurrence équitable entre les différentes plates-formes, l'extension du régime de transparence à l'univers non actions (obligations, produits dérivés, produits structurés et quotas d'émissions carbone), l'amélioration et l'extension du *reporting* des transactions, l'adaptation de la réglementation à l'évolution des technologies, ont certainement le potentiel de créer un *level playing field* entre les marchés et les acteurs des marchés, d'augmenter la lisibilité des marchés et d'améliorer le processus de formation des prix.

Parallèlement, l'amélioration de la gouvernance autour du développement et de la distribution de produits financiers, l'octroi aux entreprises d'investissement d'une obligation effective d'exécution au mieux des ordres, l'encadrement des incitations touchées par les entreprises d'investissement et qui peuvent influencer leurs choix en matière de recommandations émises par rapport à certains produits financiers, et en général l'augmentation de la transparence notamment sur les prix des produits financiers et sur la qualité des services rendus, sont de nature à contrebalancer les déficiences des systèmes actuellement en place.

Enfin, les mesures prises, dont certaines permettront aux autorités de surveillance de disposer de plus d'informations et d'une meilleure visibilité sur les marchés et sur les transactions opérées par les acteurs des marchés, devraient contribuer à augmenter l'efficacité des interventions des autorités en question.

Il est cependant tout aussi évident que les nouveaux dispositifs mis en place ne constituent pas en eux-mêmes une garantie de voir l'intégrité des marchés et l'intérêt des investisseurs prévaloir en toute hypothèse. La complexité de la réglementation est par ailleurs appelée à augmenter. Les nouveaux dispositifs mis en place ont en effet de nombreuses ramifications vers d'autres règlements européens comme, par exemple, le règlement (UE) 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, connu sous l'acronyme EMIR, et qui vise à réglementer l'industrie des produits dérivés négociés de gré à gré (OTC) et les risques systémiques qui en découlent, et cela notamment via l'introduction de l'utilisation obligatoire, sous certaines conditions, de chambres de compensation pour les échanges OTC et la constitution d'une base de données centrale des transactions alimentée à travers la déclaration à des référentiels centraux de l'ensemble des transactions en question. Cette complexité intrinsèque et l'addition de nouveaux dispositifs entraîneront évidemment des coûts substantiels pour les entreprises financières qui

devront optimiser leurs infrastructures de données en raison de l'augmentation du nombre de classes d'actifs qui passeront sous MiFID II et de la complexité de certaines de ces classes. Elles devront en effet garantir l'exactitude des données de référence et améliorer l'efficacité des contrôles en place. Cette amélioration de l'architecture des données devra également s'opérer de manière transversale afin d'inclure les multiples réglementations financières en jeu. Ensuite, les entreprises financières concernées devront revoir leur organisation afin de se conformer aux nouvelles exigences organisationnelles contenues dans MiFID II, cette partie de la réforme générant autour de la moitié des coûts des nouveaux dispositifs. La Commission européenne a estimé que les coûts de mise en œuvre varieront entre 512 millions et 732 millions d'euros, sommes auxquelles s'ajoutent des coûts annuels de conformité variant entre 312 millions et 586 millions d'euros.

Cette augmentation des coûts relatifs aux services d'investissement et aux instruments financiers (développement, structuration, gestion) pour les professionnels du secteur financier risque évidemment de se répercuter sur la tarification des services et la tarification transactionnelle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement dans leurs relations avec leurs clients.

Le Conseil d'État voudrait clore ses considérations générales par quelques remarques concernant certains aspects plus formels de la rédaction du projet de loi.

Le Conseil d'État constate tout d'abord qu'à de nombreuses reprises les auteurs du projet de loi se réfèrent à des directives européennes plutôt qu'aux textes qui ont introduit les normes européennes afférentes dans le droit national. Dans certains cas, et essentiellement en ce qui concerne la définition de divers concepts clés utilisés dans le texte, la référence est opérée par rapport aux deux normes. Le Conseil d'État note par ailleurs que la référence à la norme de droit européenne est chose courante en ce qui concerne les textes de droit financier, et notamment pour ce qui est de la LSF. Le Conseil d'État rappelle son attitude de principe d'après laquelle un renvoi, dans l'acte de transposition, à la directive, et en général, l'inclusion dans le dispositif de textes législatifs et réglementaires de renvois à des directives plutôt qu'à la norme nationale de transposition, sont, en principe, à proscrire. En ce qui concerne les définitions précitées, les auteurs du projet de loi justifient leur approche en constatant qu'il s'agit de « définitions de termes qui comportent une dimension européenne, de sorte qu'il s'impose de faire référence aux directives européennes » (commentaire de l'article 1^{er} et de l'article 67 du projet de loi). Le Conseil d'État note que les auteurs du projet de loi ont choisi d'opérer des références à différentes directives à d'autres endroits du projet de loi sans toutefois justifier ce choix. Dans la mesure où le renvoi est destiné à mettre en évidence le lien avec la directive à transposer, à souligner la conformité de la norme nationale avec la directive, à situer le champ d'application de la norme nationale par rapport à celui de la directive ou encore à viser l'application de la directive sur le territoire des autres États membres de l'Union européenne, le renvoi à la directive peut se concevoir. C'est à l'aune de ces critères que le Conseil d'État propose aux auteurs du projet de loi de réfléchir, d'une façon générale, à la nécessité des références aux directives européennes dans la LSF.

Le Conseil d'État note ensuite qu'à plusieurs reprises les auteurs du projet de loi ont remplacé, dans le projet de loi, la double conjonction « et/ou » utilisée dans la directive 2014/65/UE par la conjonction « ou ». Le Conseil d'État peut se déclarer d'accord avec cette approche, vu qu'il recommande régulièrement d'éviter, en principe, la double conjonction « et/ou » et de lui substituer la conjonction « ou » qui est par défaut inclusive et couvre l'alternative, c'est-à-dire une seule des deux possibilités proposées, mais également l'addition où les deux possibilités se cumulent.

Enfin, le Conseil d'État voudrait attirer l'attention des auteurs du projet de loi sur la nécessité qu'il y aura de tenir compte du fait que le projet de loi portant notamment mise en œuvre du règlement (UE) 2015/751 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte³ vient d'être adopté par la Chambre des députés et se trouve en attente de sa mise en vigueur. Ce projet de loi, qui a des ramifications vers la LSF, nécessitera une adaptation de certains textes inclus dans le projet de loi sous revue. Il s'agit plus particulièrement des articles 43, 76, 77 et 112.

Examen des articles

Titre I^{er} – Les marchés d'instruments financiers

Chapitre I^{er} – Définitions

Article 1^{er}

L'article 1^{er} du projet de loi transpose l'article 4 de la directive 2014/65/UE en reprenant la plupart des définitions qui y figurent.

D'après le commentaire des articles, il s'agirait des seules dispositions qui se rapporteraient au titre I^{er} du projet de loi consacré aux marchés d'instruments financiers. Dans cette perspective, le Conseil d'État propose de se référer, au niveau de la phrase introductive de l'article 1^{er}, non pas à la « présente loi », mais de viser le titre I^{er} de la loi en projet. Les définitions non reprises en l'occurrence comme celles couvrant la nouvelle catégorie de professionnels du secteur financier (ci-après les « PSF ») que constituent les prestataires de services de communication de données (ci-après les « PSCD »), et plus précisément les dispositifs de publication agréés, les fournisseurs de système consolidé de publication et les mécanismes de déclaration agréés, ou encore la technique de la vente croisée, ont été intégrées à la LSF qui transposera par ailleurs les dispositions touchant à ces dispositifs. Certaines autres notions comme celles de gestion de portefeuille, d'entreprise mère ou de filiale figurent d'ores et déjà dans la LSF.

³ Projet de loi n° 7024 portant mise en œuvre du règlement (UE) 2015/751 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte, et portant modification : 1. de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier ; 2. de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; 3. de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière ; 4. de la loi modifiée du 11 janvier 2008 relative aux obligations de transparence des émetteurs ; 5. de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ; 6. de la loi modifiée du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs ; et 7. de la loi modifiée du 18 décembre 2015 relative à la défaillance des établissements de crédit et de certaines entreprises d'investissement.

Les définitions sont structurées dans un ordre alphabétique, méthode qui est également utilisée au niveau de la LSF, ce qui augmente la lisibilité du texte, mais présente l'inconvénient que les auteurs du projet de loi ont dû se départir de la structure de la directive.

Certaines définitions figurant à l'article sous revue au niveau du titre I^{er}, sont ensuite reprises dans la LSF sous la forme d'un renvoi à la nouvelle loi relative aux marchés d'instruments financiers et vice versa. Si le Conseil d'État approuve cette façon de procéder qui ajoute à la clarté de la loi, il constate toutefois que, dans certains cas, les mêmes définitions ont été insérées, dans des termes absolument identiques, tant dans la future loi sur les marchés financiers que dans la LSF. Tel est, par exemple, le cas des notions d'« exécution d'ordres », de « dépôt structuré », de « négociation pour compte propre » ou encore de celle d'« instruments dérivés sur matières premières agricoles ». Le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de s'en tenir à leur démarche de base qui est de nature à assurer la cohérence des dispositifs et à en faciliter la mise à jour, ou bien de s'expliquer sur les raisons qui les ont amenés à s'en écarter en l'occurrence.

Les notions de « client », de « client de détail » et de « client professionnel » se trouvent définies aux points 5, 6 et 7. La définition de la notion de « client professionnel » est la même que celle qui figure, à l'heure actuelle, à l'article 1^{er}, point 5, de la LSF. Le client de détail est ensuite défini, par la disposition sous revue, comme étant « un client autre qu'un client professionnel ». La LSF procède de la même façon, sauf que la notion de « client de détail » n'y est pas reprise, les auteurs du projet de loi continuant à se référer au concept actuellement utilisé par la LSF, à savoir celui de client particulier. Le Conseil d'État note que la notion de « client de détail » n'est en fait utilisée nulle part dans la partie du projet de loi consacrée aux marchés financiers. Il en est de même en ce qui concerne le titre II du projet de loi, qui couvre les activités et les services d'investissement, pour ce qui est de la LSF. Au niveau de la LSF, la notion de « client particulier » est systématiquement utilisée. En ce qui concerne les modifications apportées à la LSF, tel est le cas des dispositions de l'article 37-3, paragraphes 3^{sexies}, 3^{septies} et 8, et de l'article 37-5, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la LSF, dans le libellé que leur confèrent les auteurs du projet de loi. Or, c'est par rapport aux activités et aux services d'investissement que la notion de « client de détail » apparaît dans la directive 2014/65/UE. C'est donc bien dans la partie du projet de loi consacrée aux services et aux activités d'investissement, c'est-à-dire la partie LSF, que la notion de « client de détail » devrait être utilisée pour s'en tenir au vocabulaire de la directive. La notion de « client de détail » ne fait qu'une courte apparition à l'article 139 du projet de loi, article qui modifie la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière. En conclusion sur ce point, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de respecter la terminologie utilisée par la directive ou bien de justifier leur approche. En attendant, le Conseil d'État doit réserver sa position concernant la dispense du second vote constitutionnel concernant les dispositions qui ont recours à la notion de « client particulier ».

La notion de « contrepartie centrale » qui est définie sous le point 10 ne figure pas telle quelle dans la liste des définitions de la directive 2014/65/UE qui se réfère à la notion de « système de contrepartie centrale », notion qui ensuite, contrairement à celle de contrepartie centrale, n'est

cependant utilisée qu'une fois par la directive au niveau de l'intitulé de son article 37. Le Conseil d'État note que la définition de la notion de « système de contrepartie centrale » figurant à l'article 4 de la directive 2014/65/UE est reprise sous le point 51 de l'article 1^{er} du projet de loi, le texte afférent utilisant les mêmes termes que ceux figurant sous le point 10 sous revue. Les deux textes se réfèrent en effet à la même définition du règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux qui reprend la seule notion de « contrepartie centrale ». Le Conseil d'État a pris note des explications fournies par les auteurs du projet de loi au niveau de leur commentaire de l'article 1^{er}. Il estime toutefois qu'en l'occurrence la reprise de la définition de la notion de « contrepartie centrale » s'avère superflue. Il suggère aux auteurs du projet de loi de s'en tenir au texte de la directive 2014/65/UE. Au cas où les deux définitions seraient maintenues, il conviendrait de se référer, sous le point 51, au point 1 de l'article 2 du règlement européen, et non pas à son paragraphe 1^{er}.

En ce qui concerne la définition de la notion d'« entreprise d'investissement » figurant sous le point 16, les auteurs du projet de loi s'en tiennent au libellé figurant dans la loi actuellement en vigueur qui procède par référence au texte de la directive 2004/39/CE et de la LSF et se limitent à actualiser la référence à la directive. Le Conseil d'État constate qu'au niveau de la LSF (article 1^{er}, point 9), les auteurs du projet de loi en ont fait de même. Le Conseil d'État note encore que, déjà à l'heure actuelle, le texte ainsi obtenu est complété dans la LSF par la substance de la définition de la notion d'« entreprise d'investissement » telle qu'elle figure par ailleurs également dans la directive 2014/65/UE. Il est ainsi précisé qu'il s'agit des personnes dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à fournir un ou plusieurs services d'investissement à des tiers et/ou exercer une ou plusieurs activités d'investissement à titre professionnel. Le Conseil d'État recommande de compléter la définition figurant à l'article 1^{er} du projet de loi dans le même sens. Le Conseil d'État note encore que la directive 2014/65/UE distingue entre l'entreprise d'investissement qui est une personne morale et celle qui est une personne physique en incluant, dans le second cas, dans la définition un certain nombre de conditions qui doivent être remplies dans le chef de la personne physique concernée. Ces conditions ne sont pas reprises en l'occurrence par les auteurs du projet de loi, mais figurent, du moins partiellement en ce qui concerne leur substance, à l'article 19, paragraphe 3, de la LSF tel qu'il est modifié par l'article 76 du projet de loi.

Pour ce qui est de la définition de la notion d'« État membre d'accueil » figurant au point 19, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi se sont départis de la terminologie utilisée par la directive 2014/65/UE pour qualifier les dispositifs qui y sont visés. Le terme « appropriés » utilisé en l'occurrence correspondant mieux à la version anglaise de la directive, le Conseil d'État peut s'en accommoder.

La définition de la notion d'« État membre d'origine » figurant sous le point 20 est reprise telle quelle de la loi précitée du 13 juillet 2007. Le Conseil d'État note que le texte de la directive 2014/65/UE distingue entre personnes morales et personnes physiques. Il intègre par ailleurs une référence aux nouveaux prestataires de services de communication de données, référence que les auteurs du projet de loi ont choisi d'inclure dans la nouvelle définition donnée de la notion d'« État membre d'origine » par

la LSF. Le Conseil d'État relève enfin que, là où la définition donnée par la directive 2014/65/UE est structurée autour des notions de « siège statutaire » et d'« administration centrale », les auteurs du projet de loi ajoutent, comme la loi précitée du 13 juillet 2007, un paramètre supplémentaire, à savoir celui de l'agrément, ce qui reste d'ailleurs le critère utilisé par la LSF. La substance du prescrit de la directive étant toutefois respecté en l'occurrence, le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Au niveau de la définition figurant sous le point 21, les auteurs du projet de loi ont remplacé la notion de « fonds coté », comme d'ailleurs également dans la suite du projet de loi, par son acronyme anglais ETF. Le Conseil d'État peut s'en accommoder, étant donné qu'il n'est pas nui en l'occurrence à la substance et à la qualité de la transposition.

Pour ce qui est de la définition de la notion d'« instruments du marché monétaire » sous le point 25 et figurant, dans les mêmes termes, sous le point 20 de la LSF, le Conseil d'État doit réserver sa position en ce qui concerne la dispense du second vote constitutionnel, en attendant que les auteurs du projet de loi expliquent pourquoi ils n'ont pas inclus dans la définition de la notion d'« instruments du marché monétaire » les effets de commerce auxquels la directive 2014/65/UE fait référence.

La définition de la notion d'« instruments financiers » reprise sous le point 26 se limite en fait à énumérer les instruments financiers dont la liste figure à la section B de l'annexe II de la LSF. Il suffirait, de l'avis du Conseil d'État, de se référer en l'occurrence à cette liste.

Sous le point 31, les auteurs du projet de loi définissent ce qu'il faut entendre par marché réglementé. Le Conseil d'État note que, contrairement au texte de la directive 2014/65/UE et au texte de la loi précitée du 13 juillet 2007, qui définissent le marché réglementé comme un système multilatéral exploité « et/ou » géré par un opérateur de marché, le texte de la définition sous revue se réfère à l'exploitation « ou » à la gestion du dispositif par un opérateur de marché. Pour des raisons que le Conseil d'État ignore, les auteurs du projet de loi ont maintenu la double conjonction « et/ou » à la dernière phrase du point sous examen. Le Conseil d'État renvoie à ses considérations générales.

En ce qui concerne la définition de la notion d'« organe de direction » figurant au point 35, qui est également reprise au point 23*bis* de l'article 1^{er} de la LSF, avec une légère différence dans la formulation, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi d'assurer la cohérence entre les deux textes.

Au point 36, les auteurs du projet de loi définissent la notion d'« opérateur de marché », en précisant qu'il peut s'agir d'une ou de plusieurs personnes gérant ou exploitant l'activité d'un marché réglementé et qui peut être le marché réglementé lui-même. Le Conseil d'État note que la définition se réfère à la gestion *ou* à l'exploitation de l'activité, là où la directive et la loi précitée du 13 juillet 2007 utilisent la double conjonction « et/ou ». Le Conseil d'État renvoie à ses considérations générales et à ses observations concernant la définition de la notion de « marché réglementé ». Le Conseil d'État constate ensuite que la définition comporte le cas de figure où la personne qui gère ou exploite le marché réglementé et le marché réglementé se confondent. Le commentaire des articles introduit par ailleurs

sur ce point la notion de « marché réglementé autogéré » qui serait considéré comme étant également l'opérateur de marché pour les besoins de l'application de la loi en projet et qui, par conséquent, devrait remplir les obligations prévues par la loi et obtenir un agrément en vertu de la LSF. Le Conseil d'État éprouve des difficultés à distinguer les différents cas de figure qui sont ainsi envisagés. Il renvoie à ses observations concernant l'article 2 du projet de loi.

La définition de la notion de « succursale » qui figure sous le point 50 se retrouve également dans la LSF (point 32 de l'article 1^{er}) avec, cependant, quelques différences dans le libellé. Au cas où les auteurs du projet de loi désireraient maintenir en parallèle les deux définitions, il serait indiqué d'en aligner le texte. Par ailleurs, le Conseil d'État suggère de se référer, à la fin de la première partie de la définition, à « l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement » qui a obtenu un agrément.

Pour ce qui est de la définition de la notion de « système de contrepartie centrale » figurant sur le point 51, le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant la définition de la notion de « contrepartie centrale » (point 10 de l'article 1^{er}).

Chapitre II – Les marchés réglementés

Article 2

L'article 2, qui transpose les paragraphes 1^{er} à 4 de l'article 44 de la directive 2014/65/UE, définit le ministre ayant la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après la « CSSF ») dans ses attributions comme étant l'autorité compétente pour autoriser, après instruction par la CSSF, l'établissement d'un marché réglementé au Luxembourg.

L'article détaille ensuite la procédure d'agrément du marché réglementé et impose un certain nombre d'obligations à l'opérateur de marché.

La disposition, qui reste largement inchangée par rapport à l'actuel article 3 de la loi précitée du 13 juillet 2007, est par ailleurs inspirée de la procédure d'agrément prévue par la LSF.

Les paragraphes 1^{er} à 3 reproduisent à l'identique les paragraphes correspondants de la loi précitée du 13 juillet 2007. Le Conseil d'État relève qu'au commentaire des articles, les auteurs du projet de loi notent que, dans la plupart des États membres, dont le Luxembourg, les marchés réglementés sont des systèmes de négociation qui eux-mêmes n'ont pas la personnalité morale, mais sont opérés par des personnes morales. Dans cette perspective, le Conseil d'État en est à se demander si le législateur, comme le fait le paragraphe 2, peut mettre en place un dispositif d'« agrément en tant que marché réglementé ». Ne faudrait-il pas plus correctement se référer à l'agrément de l'opérateur qui est autorisé, par l'agrément, à établir un marché réglementé ? Le Conseil d'État renvoie encore à ses observations concernant la définition de la notion d'« opérateur de marché » figurant sous le point 36 de l'article 1^{er}.

Cette ambiguïté se retrouve au paragraphe 4. Il y est d'abord dit que l'opérateur d'un marché réglementé veille à ce que les marchés réglementés

satisfassent aux exigences définies au chapitre I^{er}. Dans la mesure où sont visées en l'occurrence des exigences destinées notamment à assurer la résilience des systèmes ou encore des dispositifs techniques permettant de suspendre ou de limiter la négociation en présence de fluctuations importantes des prix d'un instrument financier, cette formulation semble correcte au Conseil d'État. La deuxième phrase du paragraphe 4, d'après laquelle l'opérateur de marché est habilité à exercer les droits que le dispositif pertinent « confère au marché réglementé qu'il gère » s'écarte du texte de la directive qui précise que l'opérateur de marché est habilité à exercer les droits « correspondant au marché réglementé qu'il gère ». En ce que le texte proposé par les auteurs du projet de loi suggère qu'un marché réglementé pourrait être un sujet de droits, ce qui ne peut être le cas que dans le chef d'une personne juridique, alors que le dispositif luxembourgeois serait, d'après les auteurs du projet de loi, précisément basé sur l'hypothèse d'un marché qui constitue un dispositif technique qui ne bénéficie pas de la personnalité morale, le Conseil d'État a du mal à suivre la logique développée par les auteurs du projet de loi. Le Conseil d'État renvoie encore à ses observations concernant la définition de la notion d'« opérateur de marché » figurant sous le point 36 à l'article 1^{er} du projet de loi. Le texte du paragraphe 4 bascule ensuite, dans sa dernière phrase, vers le cas de figure où le marché réglementé est une personne morale distincte de son opérateur, cas de figure qui, d'après les auteurs du projet de loi, ne devrait en principe pas se présenter au Luxembourg, mais qu'on retrouvera ensuite à plusieurs endroits du projet de loi. Le Conseil d'État note que le texte proposé en l'occurrence est la transcription fidèle du texte correspondant de la directive, directive qui, pour les raisons évidentes, doit inclure les deux cas de figure pour couvrir l'ensemble des configurations des marchés concernés dans les États membres. Le Conseil d'État se demande dans quelle hypothèse le deuxième cas de figure pourrait se présenter au Luxembourg en ce qui concerne les entités qui sont directement surveillées par la CSSF. Les auteurs du projet de loi devraient clarifier les tenants et les aboutissants de leur approche à ce sujet. En tout état de cause, il doit s'opposer formellement, pour transposition incorrecte de la directive, au texte de la dernière phrase du paragraphe 4 en ce qu'il prévoit que, en présence du second cas de figure, qui, selon le Conseil d'État, ne devrait pas se présenter au Luxembourg, c'est-à-dire lorsque le marché réglementé est une personne morale distincte de son opérateur de marché, « le marché réglementé et son opérateur déterminent les modalités selon lesquelles les différentes obligations imposées à l'opérateur de marché au présent chapitre sont réparties entre le marché réglementé et l'opérateur de marché ». En l'occurrence, la directive 2014/65/UE impose aux États membres de déterminer les modalités en question. C'est dès lors au législateur luxembourgeois qu'incombe cette tâche qu'il ne saurait reléguer au niveau des opérateurs économiques.

Le paragraphe 5 reprend les dispositions correspondantes de la loi précitée du 13 juillet 2007 et transpose, dans sa substance, correctement la directive 2014/65/UE. Il n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Le paragraphe 6 subordonne l'agrément à la condition que le marché réglementé ait son siège statutaire ou, le cas échéant, son administration centrale au Luxembourg. Cette disposition qui est reprise de la loi précitée du 13 juillet 2007 n'a pas son pendant direct dans la directive. Les concepts utilisés se retrouvent toutefois dans la définition de la notion d'« État

membre d'origine » au point 20 de l'article 1^{er} du projet de loi. Le Conseil d'État constate que cette disposition est empreinte de la même ambiguïté que les paragraphes 1^{er} à 4 en ce qu'elle semble présupposer l'existence d'une personnalité morale dans le chef du marché réglementé.

Pour ce qui est du paragraphe 7, il reprend bien, en son alinéa 1^{er}, une disposition correspondante de la directive qui enjoint aux États membres qu'ils exigent que l'opérateur de marché effectue les actes afférents à l'organisation et à l'exploitation du marché réglementé sous la surveillance de l'autorité compétente. Dire, dans le texte de transposition, que l'opérateur de marché est tenu d'effectuer les actes afférents à l'organisation et à l'exploitation du marché réglementé sous la surveillance de la CSSF – et même si ce texte figure déjà dans la loi précitée du 13 juillet 2007 –, semble cependant superflu au Conseil d'État. Le texte de l'article 2 soumet en effet l'opérateur d'un marché réglementé à suffisance au contrôle de la CSSF, et cela tant au niveau de son agrément (paragraphe 2) qu'à celui de son fonctionnement ultérieur (paragraphe 8). L'alinéa 2 du paragraphe 7 impose à l'opérateur de marché d'informer au préalable la CSSF de toute modification des règles de fonctionnement du marché réglementé, modification à laquelle la CSSF peut s'opposer « lorsqu'il existe des raisons objectives et démontrables d'estimer que la modification envisagée risque de compromettre le fonctionnement ordonné du marché ». Ici encore, on retrouve la même disposition dans la loi précitée du 13 juillet 2007, sans qu'elle ait toutefois un pendant dans la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État peut s'en accommoder dans la mesure où la disposition instaure une procédure qui permet à la CSSF de s'acquitter, dans les meilleures conditions de la mission qui lui est confiée par le paragraphe 8. Il insiste toutefois à ce que la loi fixe un délai à la CSSF pour réagir à l'information qui lui est transmise.

La disposition figurant au paragraphe 8 transcrit fidèlement le texte correspondant de la directive 2014/65/UE et n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

La condition prévue par le paragraphe 9 consistant en ce que l'opérateur de marché confie le contrôle de ses documents comptables annuels à un réviseur d'entreprises agréé, est reprise de la loi précitée du 13 juillet 2007. Le texte prévoit encore que toute modification dans le chef des réviseurs d'entreprises agréés doit être autorisée au préalable par la CSSF. Le dispositif en question dépasse les conditions fixées par la directive, ce qui est cependant acceptable dans la mesure où ces conditions définies dans la directive ne constituent que des exigences qui doivent être remplies au minimum. De toute façon, les opérateurs de marché de droit luxembourgeois devront être agréés en tant que PSF et seront de ce fait déjà soumis à l'exigence en question.

Le paragraphe 10 reprend le texte du paragraphe 9 de la loi précitée du 13 juillet 2007. Il a essentiellement trait à la procédure que la CSSF doit suivre lorsqu'elle prend sa décision concernant une demande d'agrément. Il n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Le paragraphe 11 définit le droit applicable aux négociations effectuées dans le cadre des systèmes d'un marché réglementé agréé au Luxembourg. Le Conseil d'État note que la directive 2014/65/UE prévoit qu'il s'agit du droit public de l'État membre d'origine du marché

réglementé, ce qui, d'après la définition de la notion d'« État membre d'origine » au point 20 de l'article 1^{er}, est l'État membre dans lequel le marché réglementé a son siège statutaire ou si, conformément à son droit national, il n'a pas de siège statutaire, l'État membre où son administration centrale est située. Compte tenu du libellé du paragraphe 6, il s'agira en l'occurrence d'un marché réglementé établi par un opérateur agréé au Luxembourg.

Article 3

L'article 3 transpose les paragraphes 5 et 6 de l'article 44 de la directive 2014/65/UE et prévoit la procédure du retrait de l'agrément d'un marché réglementé. Le texte reprend fidèlement le prescrit de la directive 2014/65/UE et n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 4

L'article 4 transpose l'article 45 de la directive 2014/65/UE et définit les exigences qui sont applicables à la gestion d'un marché réglementé. Ici encore, les auteurs du projet de loi n'ont pas suivi la structure de l'article 45 de la directive et ont ajouté des précisions reprises du texte de la loi précitée du 13 juillet 2007. Tel est, par exemple, le cas de l'ajout au paragraphe 2 de critères sur base desquels la CSSF appréciera l'honorabilité des membres de l'organe de direction. Le Conseil d'État peut s'en accommoder, vu que la substance du prescrit de la directive est respecté en l'occurrence.

Au paragraphe 3, l'alinéa 2 du point 1 fait référence aux membres de l'organe de direction d'un opérateur de marché, qui est important en raison de sa taille, qui représentent « un État », là où la directive 2014/65/UE se réfère aux membres de l'organe de direction qui représentent « l'État membre ». Le Conseil d'État suggère de s'en tenir en l'occurrence au libellé d'une disposition analogue figurant à l'article 38-2 de la LSF et applicable aux établissements CRR et de rédiger le début de la phrase commentée comme suit :

« À moins de représenter l'État, les membres de l'organe de direction (...) ».

Au paragraphe 8, les auteurs du projet de loi ont changé l'optique dans laquelle est rédigée la disposition correspondante de la directive 2014/65/UE qui a trait au refus de l'agrément sur base du non-respect des conditions que doivent remplir les membres de l'organe de direction. Le paragraphe 8 par contre se réfère à l'agrément qui est refusé « lorsque les conditions de son octroi ne sont pas remplies » pour ensuite énumérer, de façon non limitative, comme cause du refus précisément le non-respect des conditions susvisées. Hormis le fait qu'une telle approche exemplative est en principe à éviter dans la rédaction d'un texte de loi, les auteurs du projet de loi mélangent une disposition à caractère tout à fait général et un dispositif qui vise spécifiquement l'organe de direction de l'opérateur de marché. L'intitulé de la disposition afférente de la directive souligne d'ailleurs ce caractère spécifique, alors que les auteurs du projet de loi ont choisi d'élargir le champ de la disposition de transposition en y incluant la décision concernant l'agrément, décision qui se situe à l'issue d'un processus qui est couvert par l'article 2 du projet de loi. Le Conseil d'État propose de s'en tenir, en l'occurrence, au texte de la directive.

Enfin, le Conseil d'État insiste à ce que la loi fixe un délai à la CSSF pour réagir à l'information qui lui est transmise en vertu du paragraphe 9.

Article 5

L'article 5 porte transposition de l'article 46 de la directive 2014/65/UE. Le texte de cette disposition reste quasi inchangé par rapport à la législation actuellement en vigueur.

Le paragraphe 1^{er} reproduit la distinction, faite par la directive, entre opérateur de marché et marché réglementé en lui-même, lorsqu'il se réfère à l'obligation de déclarer l'identité des propriétaires. Le Conseil d'État comprend que la directive procède de la façon, vu qu'il semble que dans certains pays européens les marchés réglementés bénéficient de la personnalité morale, ce qui n'est pas le cas au Luxembourg. Le Conseil d'État se demande dès lors encore une fois si la configuration envisagée par la directive est applicable au Luxembourg et si la distinction faite par le paragraphe 1^{er} est nécessaire. Le Conseil d'État s'interroge ensuite sur la substance de l'alinéa 2 du paragraphe 1^{er} aux termes duquel « la qualité des personnes qui sont en mesure d'exercer, de manière directe ou indirecte, une influence significative sur la gestion du marché réglementé doit donner satisfaction à la CSSF ». Le texte en question est censé transposer le paragraphe 1^{er} de l'article 46 de la directive 2014/65/UE qui se réfère aux « qualités appropriées » des propriétaires en question. En guise de précision, les auteurs du projet de loi ont ajouté qu'il doit être donné satisfaction à la CSSF, « compte tenu du besoin de garantir une gestion saine et prudente du marché réglementé ». Le Conseil d'État estime que ce dispositif, bien qu'il soit inspiré du texte de la directive, manque de précision. Il invite les auteurs du projet de loi à préciser les critères qui seront à la base de la décision que la CSSF sera appelée à prendre.

Le Conseil d'État demande ensuite de respecter la terminologie de la directive et de se référer au paragraphe 2 à l'exploitation du marché réglementé au lieu de la gestion du marché réglementé. D'après le commentaire des articles, le paragraphe 2 reprendrait la procédure *de nihil obstat* figurant actuellement dans la loi précitée du 13 juillet 2007 lorsque l'opérateur de marché informe la CSSF d'un transfert de propriété entraînant un changement de l'identité des personnes exerçant une influence significative sur la gestion du marché réglementé. Le Conseil d'État estime que le texte devrait définir un délai endéans lequel la CSSF pourra refuser le changement envisagé.

Le paragraphe 3 ne trouve pas son pendant au niveau de la directive 2014/65/UE. Il donne le pouvoir à la CSSF, au cas où elle s'opposerait à un transfert de propriété entraînant un changement d'identité des personnes exerçant une influence significative sur la gestion du marché réglementé et que son opposition ne serait pas suivie d'effet, de « suspendre l'exercice des droits de vote correspondants ou demander l'annulation des votes émis ». Ce dispositif, qu'on retrouve à l'article 6 de la LSF consacré à l'actionnariat des établissements de crédit de droit luxembourgeois, aurait sa place à l'article 45 du projet de loi qui couvre les pouvoirs de la CSSF.

Article 6

L'article 6 du projet de loi transpose l'article 47 de la directive 2014/65/UE. Il définit les exigences organisationnelles applicables aux marchés réglementés. Il respecte le prescrit de la directive, tout en s'écartant, sur des points de détail, de la terminologie utilisée par celle-ci. Ainsi, au point 2 du paragraphe 1^{er}, il est question de mesures « efficaces », là où la directive se réfère à des mesures « effectives » pour atténuer les risques. Au point 3 du paragraphe 1^{er}, les auteurs du projet de loi ont remplacé la « mise en œuvre » de divers dispositifs par leur « mise en place ». Le Conseil d'État recommande, ici encore, de respecter la terminologie utilisée par la directive.

Le paragraphe 2 reprend une innovation substantielle de la directive 2014/65/UE qui consiste dans l'interdiction faite aux opérateurs de marché d'exécuter les ordres des clients en engageant leurs propres capitaux ou de procéder à la négociation par appariement avec interposition du compte propre sur les marchés réglementés qu'ils exploitent. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler concernant le libellé du texte.

Article 7

L'article 7 du projet de loi transpose l'article 48 de la directive 2014/65/UE.

Il comporte un certain nombre d'innovations qui imposent des règles et procédures supplémentaires pour le fonctionnement des marchés réglementés pour en accroître la stabilité et la liquidité, comme la possibilité d'une suspension ou d'une limitation de la négociation d'un instrument financier en cas de fluctuation importante de son prix, ou encore l'encadrement du système de trading algorithmique et des dispositifs permettant l'accès électronique direct aux marchés réglementés. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler sur le principe de la transposition du texte de la directive dont le prescrit est respecté en l'occurrence.

Au paragraphe 9, alinéa 3, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi se sont départis du texte de la directive. Pour respecter à la lettre la version française de la directive, qui est fidèle au texte anglais, il conviendrait de situer les tarifs plus élevés qui peuvent être imposés aux membres ou aux participants du marché qui passent un ordre qui est ensuite annulé par rapport à un ordre qui est exécuté normalement. Comme le texte proposé par les auteurs du projet de loi ne trahit pas la substance du prescrit de la directive 2014/65/UE, et que par ailleurs le texte proposé est conforme à la version allemande de la directive, le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 8

L'article 8 du projet de loi transpose l'article 49 de la directive 2014/65/UE. Il ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 9

L'article 9 transpose l'article 73, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE pour les opérateurs de marché et doit être lu conjointement

avec l'article 46 du projet de loi. Il a trait aux obligations des marchés réglementés en matière de *whistleblowing*, l'article 46 couvrant à son tour les mécanismes que la CSSF devra mettre en place pour permettre aux personnels de tout établissement financier au sens large de lui signaler, d'une manière confidentielle, les infractions à la future loi, au règlement (UE) n° 600/2014 et aux mesures prises pour leur exécution.

Le texte proposé reprend le texte de l'article 38-12 de la LSF relatif au signalement des infractions dans les établissements CRR, article qui fut introduit dans la LSF par la loi du 23 juillet 2015 portant notamment transposition de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE (directive sur les exigences de fonds propres pour les banques, dite « CRD IV ») et en l'occurrence de son article 71, paragraphe 3. Le Conseil d'État renvoie, dans ce contexte, à ses observations concernant la reformulation de l'article 38-12 de la LSF par l'article 111 du projet de loi.

Le Conseil d'État note que le paragraphe 2 de l'article 9 définit des standards minima que les procédures qui seront mises en place devront respecter. La directive 2014/65/UE définit de tels standards pour les dispositifs de signalement à la CSSF, mais non pour les dispositifs de signalement en interne. L'approche de la directive 2013/36/UE est différente sur ce point, en ce qu'elle prévoit que les dispositifs de signalement en interne peuvent être des dispositifs mis en place par les partenaires sociaux et que, dans ce cas, certains des standards s'appliquant aux signalements en externe aux autorités compétentes doivent également être respectés. Lors de la transposition de la directive 2013/36/UE, le législateur luxembourgeois a choisi d'instaurer ces standards minima pour l'ensemble des dispositifs de signalement en interne. Il est désormais proposé de procéder de la même façon pour le dispositif de notification des violations en interne applicable aux opérateurs de marché et tombant sous le coup de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État peut s'accommoder de cette approche, vu que dans sa substance, elle respecte le prescrit de la directive 2014/65/UE.

Article 10

L'article 10, en son paragraphe 1^{er}, transpose le paragraphe 11 de l'article 48 de la directive 2014/65/UE. Il autorise la CSSF à inspecter les données relatives au carnet d'ordres ou d'accéder au carnet d'ordres d'un marché réglementé en vue de suivre les transactions. Le texte proposé ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Le paragraphe 2 de l'article 10 n'a pas de parallèle au niveau de la directive 2014/65/UE. Il permet à la CSSF d'avoir accès aux informations dont elle a besoin et qui sont indispensables pour lui permettre de mener à bien sa mission de surveillance. D'après le commentaire des articles, il s'agirait d'une pratique de surveillance qui a fait ses preuves. Le texte est effectivement inspiré de l'article 53, paragraphe 2, de la LSF dans la teneur qui lui a été donnée par la loi précitée du 23 juillet 2015 et tel qu'il s'applique notamment aux établissements CRR. Tout en notant que le texte de la LSF, auquel il est fait référence, est lui-même basé sur le texte de la

directive 2013/36/UE, le Conseil d'État s'interroge sur l'opportunité qu'il y a d'insérer de telles dispositions, qui s'apparentent à des dispositions attrape-tout, dans la loi en projet. Il estime en effet que les pouvoirs de la CSSF devraient être formulés avec précision et que, dans cette perspective, l'énumération détaillée des pouvoirs de la CSSF par rapport aux marchés réglementés, aux MTF, aux OTF et aux internalisateurs systématiques tels qu'ils sont prévus à l'article 45 de la loi en projet, et notamment au paragraphe 2, point 1, devrait fournir une base suffisante pour permettre à la CSSF d'accéder aux informations nécessaires à l'exercice de sa mission de surveillance. Dans l'intérêt d'une amélioration de la lisibilité de la législation applicable en l'occurrence, il serait par ailleurs indiqué d'éviter l'éparpillement des pouvoirs de la CSSF sur de multiples dispositions et de les rassembler, dans la mesure du possible, dans un seul article. La véritable innovation de la disposition sous revue est constituée par la possibilité donnée à la CSSF de demander un accès électronique aux informations pertinentes. L'article 45 du projet de loi pourrait, si les auteurs du projet de loi le jugeaient nécessaire, être complété sur ce point.

Article 11

L'article 11 transpose l'article 50 de la directive 2014/65/UE. Il ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 12

L'article 12 transpose l'article 51 de la directive 2014/65/UE. Il traite de l'admission des instruments financiers à la négociation et correspond, de par sa teneur, à l'article 8 de la loi précitée du 13 juillet 2007. Il n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 13

L'article 13, qui transpose l'article 52 de la directive 2014/65/UE, définit la façon de procéder pour suspendre un instrument financier ou le retirer de la négociation sur un marché réglementé, que ce soit à l'initiative d'un opérateur de marché ou de la CSSF.

Le Conseil d'État note que le texte proposé prévoit en son paragraphe 3 que, lorsque la CSSF est informée par l'autorité compétente d'un autre État membre de sa décision de suspendre ou de retirer un instrument financier de la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés agréés dans cet État membre, elle exige que les marchés réglementés, les MTF, les OTF et les internalisateurs systématiques qui relèvent de sa compétence et qui négocient le même instrument financier ou les instruments dérivés pour lesquels l'instrument financier en question constitue le sous-jacent, suspendent ou retirent également ces instruments dans les cas prévus par la loi. D'après l'alinéa 2 du paragraphe 3, la CSSF devra communiquer sa décision à l'AEMF et expliquer son choix lorsqu'elle décide de ne pas suspendre ou retirer de la négociation les instruments financiers concernés. Le Conseil d'État relève que cette procédure est prévue par la directive 2014/65/UE en relation avec une autre décision que l'autorité compétente doit prendre, en l'occurrence en application de l'article 52, paragraphe 2, alinéa 2, de la directive, lorsqu'elle doit, si certaines conditions sont remplies, étendre la suspension ou le retrait d'un instrument financier décidés par un opérateur de marché aux autres marchés réglementés, MTF,

OTF et internalisateurs systématiques. Les auteurs du projet de loi se limitent sur ce point à obliger la CSSF à rendre publique sa décision et de la communiquer à l'AEMF et aux autorités compétentes des autres États membres, tout en choisissant de ne pas reprendre l'obligation qui est faite, par la directive, à l'autorité compétente de justifier une éventuelle décision négative. Le Conseil d'État constate toutefois que la structure du texte proposée par les auteurs du projet de loi est plus cohérente et plus logique et correspond d'ailleurs à celle de l'article 32 de la directive 2014/65/UE qui traite de la suspension et du retrait d'instruments financiers de la négociation sur un MTF ou un OTF. Le Conseil d'État peut dès lors s'accommoder du texte de l'article 13 du projet de loi qui, en définitive, ne fait que redresser une incohérence qui s'est glissée dans le texte de l'article 52 de la directive 2014/65/UE.

Article 14

L'article 14, qui transpose article 53, à l'exception de son paragraphe 6, et l'article 36 de la directive 2014/65/UE, est en grande partie identique à l'article 10 de la loi précitée du 13 juillet 2007. Il règle l'accès aux marchés réglementés agréés au Luxembourg.

Le paragraphe 7 de l'article 14, qui figure déjà dans la loi précitée du 13 juillet 2007, est légèrement plus contraignant que le texte correspondant de la directive 2014/65/UE en termes d'obligations d'information qu'il impose à l'opérateur de marché face à la CSSF. D'après le commentaire des articles, ce dispositif permettrait à la CSSF de mieux surveiller les marchés et de s'acquitter, à son tour, dans les meilleures conditions, de ses obligations d'information vis-à-vis des autorités compétentes des autres États membres. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 15

L'article 15 transpose le paragraphe 6 de l'article 53 de la directive 2014/65/UE. Il s'agit notamment de permettre aux marchés réglementés agréés dans un autre État membre de prendre au Luxembourg les dispositions nécessaires pour permettre à leurs membres et participants établis au Luxembourg d'adhérer ou d'accéder à distance à leurs systèmes et d'y négocier.

Le texte n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 16

L'article 16, qui transpose l'article 54 de la directive 2014/65/UE, oblige les marchés réglementés à surveiller les ordres transmis et les transactions conclues et d'informer la CSSF en cas de détection d'une violation des règles de fonctionnement du marché. Tout en regrettant le caractère parfois peu précis des dispositifs mis en place ou encore la formulation malhabile de certaines des dispositions afférentes, le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation, vu que les auteurs du projet de loi ont respecté, à la lettre, le prescrit de la directive.

Article 17

L'article 17 regroupe les dispositions de la directive 2014/65/UE qui ont trait aux contreparties centrales, aux organismes de compensation et aux systèmes de règlement dans la mesure où elles concernent les marchés réglementés. Il transpose l'article 55 de la directive 2014/65/UE (paragraphe 1^{er} et 2 de l'article 17 du projet de loi) et l'article 37, paragraphe 2, de la même directive (paragraphe 3 de l'article 17 du projet de loi).

L'article 17 ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 18

D'après le commentaire des articles, l'article 18 « opérationnalise » l'article 26, paragraphe 7, alinéa 5, du règlement (UE) n° 600/2014. Il oblige les marchés réglementés effectuant certaines déclarations de transactions à remplir des critères de sécurité et de confidentialité des données ainsi que de disposer de ressources suffisantes pour ce faire.

Le Conseil d'État marque son accord avec cette façon de procéder, vu que la disposition correspondante du règlement européen, dans une formulation qu'on retrouve normalement au niveau des directives, impose à l'État membre concerné d'« exiger » que les plates-formes de négociation qui effectuent des déclarations pour le compte d'une entreprise d'investissement disposent des mécanismes de sécurité appropriés.

Article 19

L'article 19 transpose l'article 56 de la directive 2014/65/UE. Il prévoit que la CSSF tient la liste officielle des marchés réglementés agréés au Luxembourg et soumis à sa surveillance. Dans un souci de simplification administrative, les auteurs du projet de loi ont choisi de ne plus prévoir la publication de la liste en question au Journal officiel du Grand-Duché de Luxembourg, mais de se limiter à la publication sur le site internet de la CSSF.

Au paragraphe 2, qui reprend un texte de la loi précitée du 13 juillet 2007, tout en le reformulant et pour lequel il n'y a pas de pendant au niveau de la directive, le Conseil d'État propose d'omettre la référence à la directive 2014/65/UE et de reformuler le paragraphe comme suit :

« (2) Nul ne peut se prévaloir d'un titre ou d'une appellation donnant l'apparence qu'il serait autorisé en tant que marché réglementé que s'il est inscrit sur la liste officielle qui est publiée sur le site internet de la CSSF. »

Chapitre III – Les MTF

Article 20

L'article 20 énumère les personnes qui peuvent exploiter un MTF au Luxembourg. Il prévoit ensuite le processus au terme duquel les personnes visées pourront exploiter un MTF, ce processus pouvant être constitué par une procédure d'agrément ou par une procédure de *nihil obstat* de la part de

la CSSF. La disposition cadre enfin les modalités d'exploitation d'un MTF au Luxembourg. Le dispositif reste largement inchangé par rapport à celui mis en place par la loi précitée du 13 juillet 2007. Les obligations s'imposant aux différents acteurs sont toutefois précisées. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler concernant ces points du dispositif.

Le Conseil d'État s'interroge cependant sur la nécessité qu'il y a de maintenir la disposition du paragraphe 8 qui est reprise de l'article 18, paragraphe 9, de la loi précitée du 13 juillet 2007. Elle est censée permettre à la CSSF de faire usage de ses droits d'injonction ou de suspension prévus à l'article 59 de la LSF, lorsque les personnes exploitant un MTF ne respectent pas les dispositions légales, réglementaires ou statutaires les concernant. Le Conseil d'État estime, au vu des pouvoirs de la CSSF prévus à l'article 45 et des sanctions et mesures administratives qu'elle peut prononcer aux termes de l'article 47, et qui couvrent notamment le droit d'injonction et de suspension, que la disposition sous revue est superflue.

Article 21

L'article 21 règle l'accès à distance aux MTF. Il transpose les paragraphes 6 et 7 de l'article 34 de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 22

L'article 22 du projet de loi transpose l'essentiel de l'article 18 et certaines dispositions de l'article 19, paragraphes 1^{er} et 2, de la directive 2014/65/UE.

La disposition porte essentiellement sur les règles et les procédures qui doivent être mises en œuvre par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF en vue du déroulement des opérations de négociation et de dénouement des transactions. L'article 22 reste largement inchangé par rapport à l'article 20 de la loi précitée du 13 juillet 2007. La disposition sous revue met cependant nouvellement en évidence une caractéristique des MTF qui les distinguera des nouveaux OTF, à savoir l'obligation de prévoir des règles non discrétionnaires pour l'exécution des ordres dans le système (paragraphe 1^{er}, dernière phrase de l'article 22). Le dispositif proposé respectant la substance du prescrit de la directive, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 23

L'article 23 transpose les paragraphes 3, 4 et 5 de l'article 19 de la directive 2014/65/UE.

Le paragraphe 1^{er} impose un certain nombre d'obligations aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement et aux opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg en relation avec leur fonctionnement.

Le paragraphe 2 exclut l'application de certaines dispositions de la LSF aux opérations entre membres du MTF qui sont des professionnels.

Le paragraphe 3 comporte l'interdiction pour les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg d'exécuter des ordres des clients en engageant leurs propres capitaux et d'effectuer des opérations de négociation par appariement avec interposition du compte propre.

L'article 23 de donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 24

L'article 24, qui transpose l'article 48, paragraphe 11, de la directive 2014/65/UE auquel l'article 18, paragraphe 5, de la directive fait référence pour le rendre applicable aux MTF, règle l'accès par la CSSF à un certain nombre d'informations en relation avec le fonctionnement des MTF. Le Conseil d'État renvoie à son examen de l'article 10.

Article 25

Cet article qui transpose l'article 50 de la directive 2014/65/UE prévoit la synchronisation des horloges professionnelles des MTF exploités au Luxembourg. Il ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 26

L'article 26, qui impose un certain nombre d'obligations aux établissements de crédit, aux entreprises d'investissement et aux opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg en relation notamment avec la mise en place d'un dispositif de contrôle du fonctionnement régulier du MTF et la communication à la CSSF de toute violation importante des règles du MTF, transpose le volet de l'article 31 de la directive 2014/65/UE portant sur les MTF. Il reprend, dans sa substance, les dispositions de l'article 21 de la loi précitée du 13 juillet 2007. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 16 du projet de loi.

Article 27

L'article 27, qui transpose l'article 32 de la directive 2014/65/UE pour ce qui est des MTF, définit la façon de procéder pour suspendre un instrument financier ou le retirer de la négociation sur un MTF. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 13 du projet de loi en relation avec la structuration de l'article 52 de la directive 2014/65/UE et de la disposition de transposition luxembourgeoise.

Article 28

L'article 28 transpose l'article 38 de la directive 2014/65/UE. En son paragraphe 1^{er}, l'article 28 prévoit le libre accès et le libre choix des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché exploitant un MTF en relation avec le recours à des mécanismes de compensation et de règlement, et cela indépendamment du fait que les organismes afférents soient établis au Luxembourg ou dans un autre État membre. Le paragraphe 2 développe un certain nombre d'hypothèses dans lesquelles la CSSF peut restreindre cette liberté d'accès et de choix.

Le prescrit de la directive étant respecté en l'occurrence, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 29

L'article 29, qui transpose l'article 33 de la directive 2014/65/UE, introduit un nouveau concept, à savoir celui de marché de croissance des PME. Il devrait faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux et favoriser le développement de marchés spécialisés conçus pour répondre aux besoins spécifiques des petits et moyens émetteurs. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 30

Selon le commentaire des articles, l'article 30, tout comme déjà l'article 18 du projet de loi, « opérationnalise » l'article 26, paragraphe 7, alinéa 5, du règlement (UE) n° 600/2014.

Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 18 du projet de loi.

Article 31

L'article 31, qui n'a pas son pendant au niveau de la directive 2014/65/UE, constitue le parallèle de l'article 19 du projet de loi en ce qu'il prévoit que la CSSF tient la liste officielle des MTF agréés au Luxembourg et soumis à sa surveillance et qu'elle la publie sur son site internet.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Chapitre IV – Les OTF

Le chapitre IV introduit un nouveau type de plate-forme de négociation, appelée « système organisé de négociation » ou « *Organised Trading Facility* ». Ce concept couvre de nombreuses plates-formes de négociation actuellement non réglementées. Les OTF devront respecter les mêmes règles de transparence et de neutralité que les autres systèmes multilatéraux de négociation, mais pourront, au contraire des MTF, opérer sur base de règles discrétionnaires. Le caractère discrétionnaire du fonctionnement est toutefois limité aux modalités d'exécution des transactions et à la façon dont les clients interagissent (article 35 du projet de loi). Par ailleurs, les instruments financiers qui peuvent être négociés sur un OTF sont limités aux obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission et instruments dérivés.

Article 32

L'article 32 encadre les modalités d'exploitation d'un OTF au Luxembourg et plus précisément la procédure qui doit être suivie avant qu'un OTF ne puisse être exploité. Il est structuré de la même façon que l'article 20 du projet de loi sous revue et qui est relatif aux MTF.

Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 20 du projet de loi, notamment en ce qui concerne la nécessité de maintenir le paragraphe 8.

Article 33

L'article 33 transpose le volet OTF de l'article 34, paragraphes 6 et 7, de la directive 2014/65/UE. Il constitue le parallèle pour les OTF de l'article 21 qui a trait aux MTF. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 34

L'article 34 transpose l'article 18 de la directive 2014/65/UE en ce qui concerne les OTF. Il est structuré de la même façon que l'article 22 pour les MTF. Le processus de négociation et de dénouement des transactions sur les OTF se distingue cependant sur un point important de celui suivi sur les MTF. Les OTF peuvent en effet, comme cela a été rappelé ci-dessus, opérer sur une base discrétionnaire. Par voie de conséquence, l'article 34 ne reprend pas l'exigence d'établir des règles et procédures non discrétionnaires figurant à l'article 22 pour les MTF.

L'article 34 du projet de loi respectant le prescrit de la directive 2014/65/UE, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 35

L'article 35 du projet de loi transpose l'article 20 de la directive 2014/65/UE et constitue le parallèle de l'article 23 pour les MTF. Il définit les exigences spécifiques applicables aux OTF. L'article 35 respecte le prescrit de la directive 2014/65/UE et n'appelle dès lors pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Articles 36 à 41

Les articles en question reprennent un certain nombre de règles qu'on retrouve dans le chapitre consacré aux MTF (articles 24 à 27, 30 et 31). Le Conseil d'État renvoie aux observations qu'il a formulées à l'endroit des articles correspondants qui s'appliquent aux MTF.

Chapitre V – Les internalisateurs systématiques

Article 42

D'après le commentaire des articles, l'article 42 met en œuvre les articles 15, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, et 18, paragraphe 4, du règlement (UE) n° 600/2014. Les deux dispositions en question du règlement européen enjoignent aux États membres, deux fois dans les mêmes termes, d'instaurer une obligation de notification auprès de la CSSF pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui répondent à la définition de l'internalisateur systématique, notification que la CSSF doit ensuite transmettre à l'AEMF. Compte tenu du libellé des dispositions du règlement européen, le Conseil d'État conçoit qu'une mise en œuvre au niveau de la législation nationale soit nécessaire. Il n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 43

La disposition sous revue soumet au secret professionnel les marchés réglementés ayant une personnalité juridique distincte de leur opérateur et les personnes au service des marchés réglementés en question. L'opérateur de marché, ainsi que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement exploitant un MTF ou un OTF sont d'ores et déjà couverts par le secret professionnel de l'article 41 de la LSF. Le Conseil d'État rappelle que, au commentaire de l'article 2, les auteurs du projet de loi notent que dans la plupart des États membres, dont le Luxembourg, les marchés réglementés sont des systèmes de négociation qui eux-mêmes n'ont pas la personnalité morale, mais sont opérés par des personnes morales. Il se demande dès lors s'il y a vraiment nécessité de prévoir ce cas de figure dans la loi. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 2 du projet de loi.

La disposition, qui n'a pas son pendant dans la directive 2014/65/UE est, de par son libellé, étroitement inspirée de celle figurant dans le projet de loi portant notamment mise en œuvre du règlement (UE) 2015/751 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte⁴, projet de loi qui modifie précisément l'article 41 de la LSF. Le projet de loi en question vient d'être adopté par la Chambre des députés et se trouve en attente de sa mise en vigueur. Le libellé proposé tient cependant compte d'un certain nombre de spécificités des organismes visés par le projet de loi sous revue. Le Conseil d'État a eu l'occasion de longuement commenter le dispositif proposé dans ses avis consacrés au projet de loi n° 7024. Il n'y reviendra pas en ce qui concerne la substance du dispositif. Il constate que les paragraphes 1^{er} à 3 ne couvrent pas les opérateurs de marché, ainsi que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement exploitant un MTF ou un OTF qui tombent dans le champ d'application des dispositions correspondantes de l'article 41 de la LSF. Il vise, entre autres, les marchés réglementés, ce qui amène le Conseil d'État à réitérer ses interrogations concernant la distinction qui est faite entre opérateur de marché et marché réglementé à plusieurs endroits du projet de loi. Il note, dans la même perspective, que le paragraphe 6 envisage le cas de figure où l'opérateur de marché serait différent du marché réglementé lui-même, cas de figure qui selon les auteurs du projet de loi n'existerait pas au Luxembourg où les marchés réglementés sont des systèmes de négociation qui eux-mêmes n'ont pas de personnalité morale, mais sont opérés par des personnes morales. Le Conseil d'État renvoie encore à ses observations concernant l'article 2 du projet de loi.

Pour ce qui est du paragraphe 4, qui couvre l'exemption de l'obligation au secret pour un ensemble d'intervenants sur les marchés financiers à l'égard des autorités nationales, européennes et étrangères chargées de la surveillance des marchés d'instruments financiers, son champ d'application est plus large que celui des paragraphes 1^{er} à 3 en raison du fait que le paragraphe correspondant de l'article 41 ne vise les autorités concernées qu'en relation avec leur mission de surveillance prudentielle du

⁴ Doc. parl. n° 7024.

secteur financier, et non en tant qu'autorités chargées de la surveillance des marchés d'instruments financiers.

Le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Chapitre VII – Autorités compétentes

Article 44

L'article 44 transpose l'article 67, l'article 68 et l'article 79, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. Il désigne la CSSF en tant qu'autorité compétente luxembourgeoise pour la surveillance des marchés d'instruments financiers et de leurs opérateurs et en tant qu'autorité chargée de la coopération et de l'échange d'informations avec d'autres autorités compétentes. Il consacre enfin la coopération avec le Commissariat aux assurances (ci-après le « CAA »).

Le Conseil d'État constate que le texte proposé se réfère par trois fois à la « présente loi » en vue de la définition de son champ d'application. Tel sera encore le cas à d'autres endroits du texte où le Conseil d'État ne reviendra plus sur le problème qu'il soulève en l'occurrence. Le Conseil d'État suggère de remplacer cette référence par celle au titre I^{er} du projet de loi sous revue, titre qui instaure un dispositif de fonctionnement des marchés financiers assorti d'un régime de surveillance et de pouvoirs de la CSSF spécifique aux marchés financiers, l'ensemble constituant un dispositif autonome consacré aux marchés d'instruments financiers et destiné à garantir l'intégrité de leur fonctionnement. Le Conseil d'État concède que ce premier dispositif peut comporter des ramifications vers le dispositif modificatif de la LSF qui fait l'objet du titre II et qui couvre les activités et services d'investissement et la protection des clients. Concernant ce domaine, la CSSF tirera sa compétence d'autorité compétente et les pouvoirs de surveillance et de sanction qui l'accompagnent directement de la LSF. La limitation de l'applicabilité des dispositions sous revue au titre I^{er} du projet de loi et la séparation entre les deux régimes en sont la conséquence logique.

Article 45

L'article 45 transpose l'article 69 de la directive 2014/65/UE. Il prévoit un arsenal de pouvoirs spécifiques dont sera investie la CSSF pour surveiller les marchés financiers et les opérateurs qui y agissent. La liste des pouvoirs est, dans sa substance, comparable aux pouvoirs dont la CSSF dispose déjà à l'heure actuelle en vue de la surveillance des marchés financiers, tout en étant adaptée aux nouveaux champs qui s'ouvrent aux autorités de surveillance en matière d'intervention sur les limites de position et sur les produits financiers. Le texte proposé se trouve en phase avec le nouveau libellé de l'article 53, paragraphe 1^{er}, de la LSF, tel qu'il ressort de l'article 123 du projet de loi sous revue et qui a trait aux pouvoirs dont dispose la CSSF au titre de la LSF.

Le Conseil d'État constate que le texte proposé constitue un mélange de pouvoirs et de sanctions. Le Conseil d'État concède qu'il s'agit en l'occurrence d'un défaut du texte qu'on retrouve à la lecture de la directive 2014/65/UE ou encore de la LSF. S'y ajoute une nouvelle composante, à savoir l'introduction de la possibilité pour la CSSF de prendre des

« mesures correctives », concept qui figure dans la directive 2014/65/UE, mais qui n'est pas circonscrit ou encadré par le texte sous revue. Le Conseil d'État suggère, pour sa part, de saisir l'occasion de la refonte en cours des textes pertinents et de séparer les deux éléments. En l'occurrence, l'article 45 se limiterait à l'énumération des processus de surveillance et d'enquête que la CSSF suit pour faire respecter la loi et des moyens dont elle dispose dans cette perspective, y compris le pouvoir, formulé dans des termes généraux, d'imposer des sanctions et des mesures administratives, ainsi que des mesures correctives qui *a priori* s'apparentent à des mesures administratives. Dans cette perspective, les points 6, 11, 16 et 18 seraient transférés vers les dispositions prévoyant les sanctions et les mesures administratives.

Au point 4, le Conseil d'État propose d'écrire, pour transposer de façon plus précise la directive 2014/65/UE, que la CSSF peut « exiger la communication des enregistrements des échanges téléphoniques ou des communications électroniques ou d'autres échanges informatiques (...) ». Le Conseil d'État note par ailleurs que, d'après le commentaire des articles, les auteurs du projet de loi ont estimé judicieux d'ajouter qu'il s'agit d'enregistrements « existants », terme qui ne figure pas dans le texte de la directive 2014/65/UE dans sa version française, mais qui se retrouverait dans les versions anglaise et allemande de la directive. Le Conseil d'État a quelques doutes concernant la valeur ajoutée du qualificatif « existants » qui s'ajoutera à celui de « détenus » figurant dans le texte de la directive.

Le point 6 inclut les marchés réglementés parmi les entités qui pourraient faire l'objet d'une interdiction temporaire de l'exercice d'activités professionnelles. *A priori*, il devrait s'agir en l'occurrence d'un marché réglementé qui aurait une personnalité morale distincte de celle de l'opérateur. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 2.

La mention des marchés réglementés au point 7 donne lieu à la même observation.

Le pouvoir d'injonction figurant au point 11 se rapproche du pouvoir d'injonction mentionné à l'article 47, paragraphe 6, point 2.

Enfin, le Conseil note que les auteurs du projet de loi n'ont pas repris le pouvoir visé à l'article 69, paragraphe 2, lettre r), de la directive 2014/65/UE, qui permettrait à la CSSF d'exiger les enregistrements des échanges informatiques existants détenus par un opérateur de télécommunications « dans la mesure où les hypothèses dans lesquelles le recours à un tel pouvoir est autorisé en droit luxembourgeois relèvent en principe du domaine pénal » (extrait du commentaire des articles). Le Conseil d'État constate, pour sa part, que l'article 69, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE prévoit que les pouvoirs dont les autorités compétentes doivent être investies incluent « au minimum » les pouvoirs qui sont ensuite énumérés. En ce qui concerne le pouvoir mentionné sous la lettre r), la directive 2014/65/UE précise qu'il devrait figurer dans l'arsenal de sanctions à la disposition de l'autorité compétente « dans la mesure où le droit national le permet ». Or, rien n'empêcherait l'inclusion d'un tel dispositif, dûment encadré évidemment, dans le projet de loi sous examen. Le Conseil d'État renvoie à la loi du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché qui contient un tel dispositif au niveau de son article 4, paragraphe

1^{er}, alinéa 2, point 7. Le Conseil d'État estime dès lors que le législateur luxembourgeois devra inclure le pouvoir d'accéder aux enregistrements des échanges informatiques existants détenus par un opérateur de télécommunications, sous les conditions fixées par la directive 2014/65/UE et sous les conditions additionnelles nécessaires pour rendre le dispositif conforme au droit luxembourgeois, dans la liste des pouvoirs dont disposera la CSSF. Le Conseil d'État doit dès lors conclure que, dans sa teneur actuelle, la disposition sous revue du projet de loi ne transpose pas correctement le texte de la directive 2014/65/UE, de sorte qu'il doit s'y opposer formellement.

En ce qui concerne les pouvoirs figurant sous les points 17,18 et 19, le Conseil d'État constate qu'ils ont également été repris à l'article 53, paragraphe 1^{er}, de la LSF, tel que ce texte est reformulé par le projet de loi sous revue, pour compléter l'arsenal des pouvoirs dont dispose la CSSF au titre de la LSF.

Enfin, le Conseil d'État constate que le pouvoir repris sous la lettre t) du paragraphe 2 de l'article 69 de la directive 2014/65/UE sera directement inséré à l'article 53 de la LSF. Il renvoie à ses observations concernant l'article 44 du projet de loi.

Article 46

L'article 46, qui transpose l'article 73, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE, oblige la CSSF à mettre en place un dispositif permettant aux personnels de tout établissement financier au sens large de lui signaler, d'une manière confidentielle, les infractions à la future loi, au règlement (UE) n° 600/2014 et aux mesures prises pour leur exécution. Le texte, sans reprendre à la lettre le libellé de la directive 2014/65/UE, en respecte toutefois la substance. Il est par ailleurs identique à celui figurant à l'article 58-1 de la LSF qui couvre le signalement à la CSSF des infractions, entre autres, à la LSF, tel qu'il est amendé par le projet de loi sous avis pour parfaire la transposition de l'article 73, paragraphe 1^{er}, précité. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 47

L'article 47, qui transpose l'article 70 de la directive 2014/65/UE, définit tout d'abord, en son paragraphe 1^{er}, les comportements contraires à la future législation nationale sur les marchés financiers qui sont susceptibles d'être sanctionnés par la CSSF, et ensuite, en son paragraphe 2, la liste des dispositions du règlement (UE) n° 600/2014 dont la violation pourra être sanctionnée. Les auteurs du projet de loi ont choisi de procéder par voie de renvoi aux dispositions précises de la loi ou du règlement européen dont il convient de sanctionner une éventuelle violation. Dans la mesure où les dispositions auxquelles il est fait référence font ressortir avec un degré de clarté suffisant en quoi consistera le comportement qui sera sanctionné, le Conseil d'État approuve cette façon de procéder qui est beaucoup plus précise que celle utilisée au niveau de la loi précitée du 13 juillet 2007 actuellement en vigueur et correspond par ailleurs à la méthode du législateur européen. Le prescrit de la directive étant respecté en l'occurrence, le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

D'après le paragraphe 3, la CSSF peut prononcer les sanctions et prendre les mesures administratives prévues en cas de fourniture de services d'investissement ou d'exercice d'activités d'investissement sans l'agrément ou l'approbation requis conformément aux dispositions de l'article 2. Le Conseil d'État constate que l'article 47 prévoit déjà en son paragraphe 1^{er} que la CSSF peut prononcer des sanctions en cas de violation des dispositions de l'article 2, paragraphes 4, 5, 6, 7, alinéas 1^{er} et 2, première phrase, et paragraphe 9, alinéas 1^{er} et 2, première phrase. Restent les paragraphes 1^{er} à 3 qui se limitent à réglementer l'agrément dont doit disposer un opérateur de marché pour établir un marché réglementé au Luxembourg. Contrairement à ce que laisse entendre le libellé choisi par les auteurs du projet de loi, la disposition de l'article 2 du projet de loi ne comporte dès lors aucunement un régime d'approbation. Le Conseil d'État note ensuite qu'à l'annexe A, la LSF énumère, parmi les services et activités d'investissement, l'exploitation d'un MTF, mais non l'exploitation d'un marché réglementé, étant entendu qu'un marché réglementé constitue un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs. En tout état de cause, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de mieux cerner le champ d'application de la disposition sous revue.

Le paragraphe 4 qui permet à la CSSF de sanctionner ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête, qui n'obtempèrent pas à ses injonctions ou qui fournissent sciemment des informations inexactes ou incomplètes, transpose le principe qui est ancré au paragraphe 5 de l'article 70 de la directive 2014/65/UE et selon lequel « un refus de coopérer ou d'obtempérer dans le cadre d'une enquête, d'une inspection ou d'une demande couverte par l'article 69 est également considéré comme une violation de la (...) directive ». Les auteurs du projet de loi ont choisi de recourir à un dispositif plus élaboré qui est repris de l'article 12, paragraphe 4 (et non 3 comme le laisse entendre le commentaire des articles), de la loi du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché. Ce même dispositif sera par ailleurs également inséré au paragraphe 3 du nouvel article 63-2*bis* de la LSF (article 127 du projet de loi). Le Conseil d'État note au passage qu'au niveau de la loi précitée du 23 décembre 2016, le législateur a choisi de sanctionner les comportements incriminés par une amende d'ordre qui est nettement en retrait par rapport aux autres sanctions de la loi sur les abus de marché. En l'occurrence, la CSSF pourra recourir à l'ensemble de la panoplie des sanctions qui est mise à sa disposition. Même si l'approche est conforme au texte de la directive 2014/65/UE, le Conseil d'État estime que la voie choisie lors de la rédaction de la loi sur les abus de marché lui semble être plus respectueuse du principe de la proportionnalité des sanctions par rapport aux comportements qu'il s'agit de réprimer.

Le paragraphe 5 transpose fidèlement l'article 57, paragraphe 14, de la directive 2014/65/UE.

Le paragraphe 6 définit les sanctions et mesures administratives que peut concrètement prononcer la CSSF.

Le Conseil d'État note que les auteurs du projet de loi se sont limités à instaurer un système de sanctions et de mesures administratives. Les sanctions pénales qui figurent, à l'heure actuelle, dans la loi précitée du 13 juillet 2007, qui sont limitées à l'exploitation d'un marché réglementé ou d'un MTF sans les autorisations nécessaires (agrément ou non-opposition de

la CSSF), n'ont pas été reprises. Le Conseil d'État renvoie à ce sujet au cadre tracé par la directive 2014/65/UE en matière de cumul de sanctions administratives et de sanctions pénales (considérant 150 et article 70, paragraphe 1^{er}).

Le texte du paragraphe 6 reprend, dans sa substance, le texte correspondant de l'article 70 de la directive 2014-1965/UE. Le pendant pour les services et activités d'investissement se retrouve à l'article 63-2*bis* qui est nouvellement introduit par le projet de loi dans la LSD. Le Conseil d'État voudrait formuler les observations suivantes :

Concernant le champ d'application de la disposition figurant sous le point 3, le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi sanctionnent le marché réglementé par le lancement d'une procédure en vue du retrait ou de la suspension de son agrément, ce qui pose une nouvelle fois le problème soulevé par le Conseil d'État à l'endroit de l'article 2 concernant le statut juridique des marchés réglementés. Ensuite, la sanction devrait résider non pas dans le lancement d'une procédure en vue du retrait ou de la suspension de l'agrément, mais bien dans le retrait et la suspension de cet agrément. Le Conseil d'État note par ailleurs que les auteurs du projet de loi n'ont pas inclus dans le champ de la disposition d'autres entités mentionnées par la directive 2014/65/UE, comme les opérateurs de marché autorisés à exploiter un MTF ou un OTF, ou encore les PSCD. Le Conseil d'État prend acte de ce que les auteurs du projet de loi ont choisi de sanctionner ces acteurs au titre de la LSF.

Ensuite, la directive fixe par deux fois « des amendes administratives maximales d'un montant d'au moins 5 000 000 EUR », ce que les auteurs interprètent comme le « minimum prévu par l'article 70, paragraphe 6, de la directive 2014/65/UE », pour ensuite correctement définir des « amendes administratives maximales de 5 000 000 euros ».

Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 48

L'article 48, qui transpose l'article 72 de la directive 2014/65/UE, règle la façon dont la CSSF exerce ses pouvoirs lorsqu'elle inflige des sanctions ou des mesures administratives, et plus précisément les facteurs qu'elle prend en compte lorsqu'elle prend ses décisions.

Le texte proposé respectant la substance de l'article 72 de la directive, le Conseil d'État n'a pas d'observation de principe à formuler. Il note que les auteurs du projet de loi ont ajouté au point 8 un facteur supplémentaire qui figure également à l'article 13, point 7, de la loi du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché. Le Conseil d'État n'a pas d'objection à faire valoir dans la mesure où la directive permet expressément aux autorités compétentes de prendre en compte d'autres facteurs que ceux énumérés dans la directive.

Article 49

L'article 49 a trait à la publication de ses décisions par la CSSF. Il transpose l'article 71 de la directive 2014/65/UE.

Le dispositif très détaillé qu'il est proposé de mettre en place respecte ici encore, dans sa substance, le prescrit de la directive. Dans cette perspective, le texte ne donne pas lieu à des observations. Le Conseil d'État voudrait toutefois formuler trois observations sur le détail :

Le Conseil d'État constate d'abord que les sanctions prononcées par la CSSF seront publiées « sans délai excessif » après que la personne, à qui la sanction a été infligée, aura été informée de la décision. Ce n'est que dans des cas exceptionnels prévus à l'alinéa 2 du paragraphe 1^{er} que la publication pourra être différée, effectuée de manière anonyme ou que la CSSF pourra simplement renoncer à la publication. L'existence d'un recours contre la décision de la CSSF n'en empêchera pas la publication, mais fera simplement, à son tour, l'objet d'une publication. Ce dispositif est comparable à celui instauré par le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission. Il aurait cependant été plus respectueux des droits de la défense de prévoir un dispositif qui, par principe, ne ferait intervenir la publication qu'après épuisement de toutes les voies de recours par les personnes sanctionnées, le cas contraire constituant l'exception. Le Conseil d'État rappelle que la loi du 23 juillet 2016 relative à la profession de l'audit prévoit un tel dispositif. Dans la mesure où le texte proposé respecte le prescrit de la directive 2014/65/UE, le Conseil d'État peut toutefois s'en accommoder.

Le Conseil d'État note encore que là où la directive 2014/65/UE prévoit en son article 71, paragraphe 3, deuxième phrase, que les données à caractère personnel figurant dans la publication ne sont maintenues sur le site internet officiel de l'autorité compétente que pour la durée nécessaire conformément aux règles applicables en matière de protection des données, le texte proposé par les auteurs du projet de loi retient une période maximale de douze mois. Ce délai est le même que celui instauré par l'article 14, alinéa 2, de la loi précitée du 23 décembre 2016. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Le Conseil d'État constate enfin que les auteurs du projet de loi n'ont pas transposé l'obligation qui est faite aux États membres de veiller à ce que les autorités compétentes reçoivent des informations et le jugement définitif en lien avec une sanction pénale imposée et les transmettent à l'AEMF (article 71, paragraphe 3, alinéa 2, deuxième phrase de la directive 2014/65/UE). Cette approche est correcte, vu que l'État luxembourgeois a choisi de ne pas instaurer un dispositif de sanctions pénales au niveau du titre I^{er} du projet de loi.

Article 50

L'article en question, qui transpose l'article 76 de la directive 2014/65/UE, reprend le texte de l'actuel article 32 de la loi précitée du 13 juillet 2007. La disposition a trait au secret professionnel auquel sont tenus le personnel de la CSSF et les réviseurs d'entreprises agréés ou experts qu'elle mandate ainsi qu'à la façon dont la CSSF utilise les informations qu'elle collecte. Le dispositif est par ailleurs largement analogue à celui couvrant le secret professionnel de la CSSF en relation avec ses activités de surveillance prudentielle du secteur financier.

En ce qui concerne les paragraphes 1^{er} et 2, le Conseil d'État s'interroge sur la terminologie utilisée pour en définir le champ d'application. Au paragraphe 1^{er}, il est fait référence à l'opérateur de marché, au marché réglementé, au MTF, au OTF et à toute autre personne concernée ou tout autre système concerné. Le paragraphe 2 fait référence, quant à lui, à la personne exploitant une plate-forme de négociation agréée au Luxembourg ou le marché réglementé. La distinction au paragraphe 1^{er} entre l'opérateur de marché qui, d'après la définition figurant à l'article 1^{er}, point 36, est la personne gérant ou exploitant l'activité d'un marché réglementé, et le marché réglementé, soulève de nouveau la question de la pertinence de cette distinction, vu que le marché réglementé n'est au Luxembourg pas doté de la personnalité morale. Le paragraphe 2, en ce qu'il se réfère à la plate-forme de négociation agréée au Luxembourg et ensuite au marché réglementé, semble faire la même distinction, vu que la procédure d'agrément est limitée à l'opérateur de marché qui veut établir un marché réglementé. Les MTF et les OTF, qui ne bénéficient pas d'un agrément, ne sont ensuite pas visés. Le Conseil d'État en est dès lors à se demander s'il ne conviendrait pas, dans les deux cas, de cibler les opérateurs, quelle que soit par ailleurs leur forme, qui exploitent une plate-forme de négociation.

Au paragraphe 1^{er}, le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de respecter la terminologie utilisée par la directive 2014/65/UE et de se référer à la divulgation de l'information reçue par la CSSF sous « une forme résumée ou agrégée » au lieu de « sous une forme sommaire ou agrégée ».

Au paragraphe 3, il est prévu que la CSSF peut uniquement utiliser les informations confidentielles reçues pour l'exercice des fonctions qui lui incombent ou dans le cadre de procédures administratives ou judiciaires spécifiquement liées à l'exercice de ces fonctions. Le Conseil d'État note toutefois que le texte afférent de la directive fait correspondre les deux branches de l'alternative à des autorités différentes. En ce qui concerne la première branche, ce sont les autorités compétentes comme la CSSF qui sont visées tandis que, en ce qui concerne la deuxième branche de l'alternative, ce sont d'autres autorités, organismes ou personnes physiques ou morales, qui entrent en ligne de compte, qui sont obligés, par la directive, à utiliser les informations reçues aux fins pour lesquelles ces informations leur ont été communiquées ou dans le cadre de procédures administratives ou judiciaires spécifiquement liées à l'exercice de leurs fonctions.

Enfin, le Conseil d'État demande de supprimer le terme « national » dans la référence aux exigences du droit pénal ou fiscal à l'alinéa 1^{er} du paragraphe 3 de l'article sous examen.

Articles 51 à 53

Les trois articles sous rubrique sont destinés à régler la façon dont la CSSF coopère avec les autorités compétentes d'autres États membres et les autorités de surveillance de pays tiers, ainsi qu'avec l'AEMF. Ils transposent en partie les articles 79, 80, 81, 82 et 88 de la directive 2014/65/UE. La transposition des dispositions aux articles 51 à 53 est complétée par des modifications à l'endroit de la LSF.

Dans sa substance, le prescrit des articles susvisés de la directive 2014/65/UE se trouve respecté par les textes de transposition. De par leur philosophie, les textes proposés restent par ailleurs très proches de celle des textes correspondants de la LSF. Le Conseil d'État voudrait cependant formuler les observations suivantes :

Au paragraphe 6 de l'article 51, il est inutile de terminer le dernier alinéa par « ci-après « règlement (CE) n° 713/2009 » », vu que la loi en projet ne fait plus référence, par après, à ce règlement.

Au paragraphe 11 de l'article 51, les auteurs du projet de loi se sont départis du texte de la version française de la directive 2014/65/UE qui manifestement est mal rédigé, pour se rabattre sur le texte anglais. Le Conseil d'État propose cependant de reformuler légèrement le texte proposé, qui devrait se lire comme suit :

« En ce qui concerne les instruments dérivés sur matières premières agricoles, la CSSF informe les instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (UE) n° 1308/2013 et coopère avec les instances publiques en question. »

Au paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er} de l'article 52 consacré à l'échange d'informations entre la CSSF et les autorités compétentes d'autres États membres, les auteurs ont ajouté une restriction au dispositif proposé, en précisant que l'échange d'informations se fait « sur demande », restriction qui ne figure pas dans le texte de la directive aux termes de laquelle les autorités concernées « se communiquent sans délai les informations requises aux fins de l'exécution des missions [qui leur sont] assignées ». Le Conseil d'État demande dès lors aux auteurs du projet de loi, sous peine d'opposition formelle pour transposition incorrecte de la directive, de s'en tenir au libellé de la directive.

Le Conseil d'État constate ensuite qu'à l'alinéa 2 du même paragraphe 1^{er} des conditions dans lesquelles l'échange d'informations peut avoir lieu ont été ajoutées, conditions qui ne figurent pas dans la directive 2014/65/UE. Des dispositifs analogues figurent à l'article 44 de la LSF et ont récemment été introduits à l'article 56 de la loi du 23 juillet 2016 relative à la profession de l'audit. Les auteurs du projet de loi ont par ailleurs également repris ces conditions au paragraphe 3, alinéa 2, dans le contexte de la coopération et de l'échange d'informations avec les autorités de surveillance de pays tiers. Le Conseil d'État peut s'accommoder de cette façon de procéder dans la mesure où les conditions mises en avant ressortent de toute façon de l'économie générale du texte de la directive.

Au paragraphe 3 de l'article 52, les auteurs du projet de loi qualifient les informations transmises par la CSSF d'« équivalentes ». Cette précision qui a été ajoutée par rapport au texte de la directive n'a pas vraiment de sens. Le Conseil d'État propose de l'omettre.

L'article 53 comporte en son paragraphe 2, alinéa 3, et en son paragraphe 3, alinéa 3, une liste des situations dans lesquelles la CSSF peut refuser de coopérer ou d'échanger des informations avec les autorités de surveillance de pays tiers. Les auteurs du projet de loi ont repris les motifs que la CSSF pourra, de façon limitative, avancer face aux autorités des autres États membres pour justifier un refus de coopérer ou d'échanger des

informations, pour l'allonger ensuite et en retenant notamment un motif que la directive 2014/65/UE supprime dans les relations entre autorités de surveillance des États membres, à savoir l'hypothèse d'une enquête ou d'une vérification sur place qui serait susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'État luxembourgeois. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation, vu que la directive 2014/65/UE ne couvre pas le refus de coopérer face à des autorités de pays tiers.

Le Conseil d'État constate enfin que le paragraphe 6 de l'article 53 permet à la CSSF de conclure des accords de coopération prévoyant l'échange d'informations avec les autorités ou organismes de pays tiers, accords de coopération qui doivent répondre à certains critères. La directive, quant à elle, prévoit la conclusion d'accords de coopération par les États membres et l'AEMF.

Le Conseil d'État note que les accords de coopération que la CSSF sera appelée à conclure ne constituent pas des arrangements administratifs fondés sur un traité au sens de l'article 37 de la Constitution, mais bien des accords autonomes réglant la façon dont la CSSF sera appelée à travailler avec ses homologues. La CSSF constitue un établissement public, doté d'une personnalité juridique propre, distincte de celle de l'État, qui peut, en tant que tel, contracter des obligations de coopération en vue de la mise en œuvre de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État constate encore que l'article 51-26 de la LSF prévoit un dispositif comparable en relation avec la surveillance complémentaire des établissements de crédit et des entreprises d'investissement appartenant à un conglomérat financier. Le Conseil d'État n'a dès lors pas d'objection à formuler à l'encontre de la possibilité qui est ainsi conférée à la CSSF, à l'instar d'ailleurs d'autres établissements publics comme l'Université du Luxembourg.

Article 54

L'article 54, qui transpose l'article 86 de la directive 2014/65/UE dans ses aspects relatifs à la gestion des plates-formes de négociation, couvre les mesures conservatoires que la CSSF peut prendre lorsque le Luxembourg est État membre d'accueil, c'est-à-dire en présence d'un marché réglementé agréé dans un autre État membre ou d'une entité admise dans un autre État membre à exploiter un MTF ou un OTF qui ont mis en place au Luxembourg les dispositifs nécessaires pour permettre à ses membres et participants établis au Luxembourg d'accéder à distance aux plates-formes de négociation établies dans l'autre État membre. Le dispositif proposé se trouve plus ou moins en ligne avec celui actuellement en vigueur (paragraphe 1^{er} et 2 de l'article 54). Au paragraphe 3, les auteurs du projet de loi visent un nouveau cas de figure, à savoir celui de l'exploitation d'un MTF ou d'un OTF à travers une succursale par un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement admis à exploiter un MTF ou un OTF dans un autre État membre. Le paragraphe 4 reprend l'actuel paragraphe 3 de l'article 36 de la loi précitée du 13 juillet 2007.

Quant à leur substance, les paragraphes 1^{er} et 2 n'appellent pas d'observation de la part du Conseil d'État. Le Conseil d'État suggère toutefois aux auteurs du projet de loi de compléter à chaque fois le dernier alinéa du paragraphe par une référence à l'article 19 du règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010

instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, qui permet à l'AEMF d'agir directement dans le cadre de ses attributions. Cette façon de procéder permet de mieux mettre en évidence la différence entre ce cas de figure et celui visé, à chaque fois, à l'alinéa 2 du paragraphe 1^{er} et du paragraphe 2 en vertu desquels la CSSF doit informer sans délai excessif la Commission européenne et l'AEMF des mesures conservatoires qu'elle a prises. Le Conseil d'État note que les auteurs du projet de loi ont d'ailleurs maintenu cette référence au règlement européen à l'article 46, paragraphe 1^{er}, alinéa 4, de la LSF. Le Conseil d'État suggère aux auteurs du projet de loi de s'en tenir au libellé de la disposition afférente de la LSF.

Enfin, le Conseil d'État part du principe que l'ajout du paragraphe 3 se justifie en raison du fait que la loi en projet ne confère pas de pouvoirs directs à la CSSF par rapport aux succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement agréés dans un autre État membre qui exploitent un MTF ou un OTF au Luxembourg (articles 20 et 32 du projet de loi).

Article 55

La disposition en question, qui transpose l'article 77 de la directive 2014/65/UE dans ses aspects liés à l'exploitation d'un marché réglementé, oblige le réviseur d'entreprises agréé, qui s'acquitte sur un marché réglementé d'une mission de contrôle des documents comptables annuels ou de toute autre mission légale, à signaler à la CSSF tout fait ou toute décision qui répond aux critères définis par la loi et notamment lorsque ce fait ou cette décision pourrait constituer une violation grave des dispositions législatives, réglementaires ou administratives qui fixent les conditions de l'agrément ou qui régissent expressément l'exercice de l'activité de marché réglementé.

Le dispositif proposé est, de par sa philosophie, identique à celui figurant déjà à l'article 54 de la LSF et qui sera également modifié dans le cadre de la transposition de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État constate qu'en l'occurrence le prescrit de la directive est respecté. Il se demande toutefois s'il ne serait pas indiqué de viser, dans l'optique qui est celle des auteurs du projet de loi développée dans leur commentaire de l'article 2, le réviseur d'entreprises agréé qui intervient « auprès d'un opérateur de marché », au lieu du réviseur d'entreprises agréé qui s'acquitte de sa mission « sur un marché réglementé ».

Au paragraphe 1^{er}, point 1, le Conseil d'État estime qu'il serait indiqué de préciser la référence aux « dispositions législatives, réglementaires ou administratives qui fixent les conditions de l'agrément ou qui régissent expressément l'exercice de l'activité du marché réglementé ». Le Conseil d'État note tout d'abord que la notion de « dispositions administratives » n'existe pas dans l'ordre juridique luxembourgeois. Ensuite, et sur le fondement du principe de sécurité juridique, le Conseil d'État doit s'opposer formellement à ce renvoi trop vague et imprécis.⁵

⁵ Voir également : avis du Conseil d'État du 23 mai 2017 sur le projet de loi sur les marchés publics (doc. parl. n° 6982⁷, concernant l'article 35 du projet de loi, p. 11 de l'avis).

Le Conseil d'État note enfin que la dernière phrase du paragraphe 2, qui consacre l'obligation pour le réviseur d'entreprises agréé de divulguer les faits et décisions visés par la disposition simultanément à l'organe de direction de l'opérateur de marché, à moins qu'un motif impérieux ne s'y oppose, n'a pas son pendant au niveau de la directive 2014/65/UE. Une disposition analogue a été introduite à l'article 54 de la LSF lors de la transposition en droit luxembourgeois par une loi du 23 juillet 2015 de la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Chapitre VIII – Dispositions diverses

Section I^{ère} – Limites de position, contrôle de gestion des positions sur les instruments dérivés sur matières premières et déclaration de positions

Article 56

L'article sous revue, qui transpose l'article 1^{er}, paragraphe 6, de la directive 2014/65/UE, définit le champ d'application des dispositions figurant aux articles 57 et 58 du projet de loi et relatives aux limites de position, au contrôle de gestion des positions sur les instruments dérivés sur matières premières et aux obligations de *reporting* concernant les positions par les différents détenteurs de positions. Vu que le champ d'application des dispositions en question comprend les entités entrant dans le champ d'application de la directive 2014/65/UE, mais également les entités qui en sont exclues en vertu de l'article 2 de la directive, et que le champ d'application de la directive ne figure pas tel quel dans la loi de transposition, les auteurs du projet de loi ont choisi en l'occurrence de se référer aux dispositions de la directive 2014/65/UE pour définir le champ d'application des dispositions des articles 57 et 58 du projet de loi. D'éventuelles solutions alternatives alourdiraient sensiblement le dispositif. Ceci dit, la reproduction détaillée des entités exemptées par l'article 2 de la directive 2014/65/UE et qui doivent être réintroduites en l'occurrence augmenterait la lisibilité du dispositif. L'article 1-1 de la LSF, tel qu'il est modifié par le projet de loi, reprend d'ailleurs en détail les exemptions prévues par l'article 2 de la directive 2014/65/UE.

Articles 57 et 58

Les articles sous examen transposent les articles 57 et 58 de la directive 2014/65/UE.

La directive 2014/65/UE apporte un certain nombre de changements à la façon dont les dérivés sur matières premières sont régulés, notamment en établissant au niveau européen un régime de limites de positions et de nouvelles exigences en matière de déclarations. Ce nouveau dispositif vise à prévenir les abus de marché ainsi qu'à favoriser une cotation ordonnée et un règlement efficace des transactions sur les marchés à terme.

Le Conseil d'État se demande si l'alinéa 3 du paragraphe 1^{er} de l'article 58 du projet de loi ne fait pas double emploi avec l'alinéa 1^{er}, point 1, en ce que les deux textes précisent le contenu des rapports visés par

l'alinéa 1^{er}, point 1. Ceci dit, les auteurs de la directive ont procédé de la même façon, de sorte que le prescrit de la directive se trouve respecté.

Enfin, au niveau du paragraphe 4 de l'article 58 du projet de loi, il y aurait lieu de se référer, non pas aux directives européennes, mais aux textes nationaux qui les ont transposées.

Les articles 57 et 58 du projet de loi ne donnent pas lieu à d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Section II – Trading algorithmique et accès électronique direct

Article 59

L'article 59, qui transpose l'article 1^{er}, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE, définit le champ d'application des dispositions de l'article 60 sur le trading algorithmique et l'accès électronique direct. Le problème de la définition du champ d'application se pose en l'occurrence de la même façon que pour les dispositions consacrées aux limites de position. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 56.

Article 60

L'article 60, qui transpose l'article 17 de la directive 2014/65/UE, constitue une des innovations du dispositif MiFID II. Il a pour objectif d'encadrer l'utilisation des nouvelles techniques de négociation telles que le trading algorithmique ou encore la mise à disposition d'un accès électronique direct à une plate-forme de négociation.

Les textes européens prévoient ainsi un certain nombre de mesures destinées à encadrer la négociation algorithmique et la négociation à haute fréquence (*High Frequency Trading* ou HFT) et cela dans une double perspective :

- amélioration de la qualité du marché à travers la prévention et la gestion des risques réels ou potentiels de fonctionnement désordonné du marché liés aux innovations technologiques et notamment des risques résultant de la négociation algorithmique y compris la négociation HFT ; et
- sauvegarde de l'intégrité du marché moyennant le contrôle du risque que ces innovations technologiques ne soient utilisées à des fins de manipulations des marchés.

Pour ce qui est de l'accès direct aux marchés qui peut être accordé au client, il est essentiellement régi par deux règles, à savoir que l'accès devra être soumis à des contrôles et que l'entité, qui accordera l'accès direct, aura un devoir de surveillance vis-à-vis du client.

L'article 60 impose ainsi aux organismes visés par l'article 59 des obligations organisationnelles et de fourniture de certaines données à la CSSF.

Dans sa globalité, le texte proposé par les auteurs du projet de loi respecte le prescrit de la directive 2014/65/UE et trouve dès lors l'accord du

Conseil d'État. Il voudrait cependant formuler quelques observations sur le détail :

Aux premiers alinéas des paragraphes 2 et 6, il est fait référence par deux fois, en relation avec le recours au trading algorithmique et la fourniture d'un accès électronique direct à une plate-forme de négociation, à une notification « à la CSSF, et lorsqu'elle est distincte de la CSSF, à l'autorité compétente de la plate-forme de négociation ». Les deux textes étant structurés, de par leur essence, à partir du caractère distinct des deux autorités visées, le Conseil d'État propose de remplacer le bout de phrase « et lorsqu'elle est distincte de la CSSF » par les mots « le cas échéant ».

Au paragraphe 2, alinéa 5, et au paragraphe 6, alinéa 5, le texte proposé par les auteurs du projet de loi impose à la CSSF de communiquer, à la demande de l'autorité compétente de la plate-forme de négociation, un certain nombre d'informations. En cela, ils traduisent fidèlement le prescrit de la directive 2014/65/UE. Ils ont ensuite prévu à chaque fois l'hypothèse inverse qui donnerait la possibilité à la CSSF, en sa qualité d'autorité compétente de la plate-forme de négociation, de demander les mêmes informations que celles que la CSSF doit fournir aux autorités compétentes d'un autre État membre d'origine pour « une personne visée à l'article 59 établie dans un autre État ». Le Conseil d'État estime, pour sa part, que la future loi devrait se limiter aux obligations qui seront imposées à la CSSF. Il n'appartient en effet pas à la loi luxembourgeoise d'organiser, en l'occurrence, le flux bidirectionnel des informations – ce flux étant assuré par le versant de l'obligation qu'aura la CSSF de fournir certaines informations – qui sera couvert par les lois nationales des autres États membres qui devront introduire la même obligation à charge de leurs autorités nationales.

Les auteurs du projet de loi ont encore ajouté, à l'avant-dernier alinéa du paragraphe 2 et au dernier alinéa du paragraphe 6, l'obligation faite à des personnes établies dans un pays tiers qui recourent au trading algorithmique, en tant que membre ou participant d'une plate-forme de négociation exploitée au Luxembourg ou qui fournissent un accès électronique direct à une telle plate-forme, de fournir un certain nombre d'« informations équivalentes ». Le Conseil d'État s'interroge sur l'efficacité de ce dispositif qui serait destiné à établir un *level playing field* entre acteurs européens et acteurs de pays tiers, mais qui n'est pas prévu par la directive 2014/65/UE qui, d'après l'article 1^{er}, point 1, de la directive, ne s'applique aux entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement que s'ils le font au moyen de l'établissement d'une succursale dans l'Union européenne. Le Conseil d'État note par ailleurs que la notion d'« informations équivalentes » n'est pas claire, étant donné qu'il manque un référentiel. Le Conseil d'État insiste à ce que le texte soit complété sur ce point.

Section III – Publication de données relatives à la qualité de l'exécution des transactions

Article 61

L'article 61, qui transpose en partie l'article 27, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE – le reste étant relégué à la LSF –, instaure une obligation de publication de données relatives à la qualité de l'exécution des

transactions pour les plates-formes de négociation, les internalisateurs systématiques et les systèmes d'exécution.

Le Conseil d'État note au passage que les auteurs du projet de loi ont remplacé la notion de « plate-forme d'exécution », figurant dans la version française initiale de la directive 2014/65/UE, notion qui fut ensuite remplacée, à travers un *corrigendum* par l'expression « lieu d'exécution », par celle de « système d'exécution ». Ils justifient leur choix en se référant aux versions anglaises des directives 2004/39/CE et 2014/65/UE qui n'ont pas changé et continuent de parler de « *execution venues* », ce qui à l'époque de la première directive fut traduit par « systèmes d'exécution ». Cette terminologie est par ailleurs conforme à celle utilisée par la LSF, de sorte que le Conseil d'État peut s'en accommoder.

Section IV – Accès aux systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement

Article 62

L'article 62 transpose l'article 37, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. Il reprend la substance de dispositions figurant d'ores et déjà dans la loi précitée du 13 juillet 2007 et garantit aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement d'autres États membres un accès direct et indirect et aux mêmes conditions que pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement luxembourgeois aux contreparties centrales, aux organismes de compensation et aux systèmes de règlement établis au Luxembourg.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Section V – Tenue d'une cote officielle

Article 63

L'article 63 reprend, avec certaines adaptations, l'article 37 de la loi précitée du 13 juillet 2007, article qui est relatif à la tenue d'une cote officielle. La disposition étend notamment la possibilité de tenir une cote officielle aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement exploitant un OTF au Luxembourg.

La disposition en question est censée servir de base légale pour le règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 relatif à la tenue d'une cote officielle pour instruments financiers. D'après le texte de l'article 63 du projet de loi, le règlement grand-ducal en question définira les limites, les conditions et les modalités présidant à l'admission, à la suspension et au retrait des instruments financiers de la cote officielle. Les auteurs du projet de loi ont ensuite fait le choix de limiter le champ du règlement grand-ducal aux instruments financiers classiques, à savoir les actions et les parts, les obligations, les certificats représentatifs d'actions et les parts émises par des organismes de placement collectif, à l'exception de ceux du type fermé. Pour les autres instruments financiers, les opérateurs de marché, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement concernés sont habilités à fixer eux-mêmes les conditions et modalités en question, et cela sous réserve de l'approbation préalable de la CSSF.

Le Conseil d'État constate que l'article sous revue touche à une matière réservée à la loi, à savoir la liberté de faire le commerce protégée par l'article 11, paragraphe 6, de la Constitution et les restrictions qui peuvent y être apportées. Le Conseil d'État tient à rappeler que dans les matières réservées à la loi par la Constitution, le Grand-Duc ne peut prendre des règlements et arrêtés qu'en vertu d'une disposition légale particulière qui fixe l'objectif des mesures d'exécution et, le cas échéant, les conditions auxquelles elles sont soumises. L'article sous examen n'établit cependant aucun objectif pour les mesures d'exécution et aucune condition à laquelle elles seront soumises. Bien au contraire, il précise que ce sera le règlement grand-ducal qui fixera, en dehors des modalités, non seulement les conditions de l'admission, de la suspension et du retrait de la cote officielle, mais également les limites.

Le Conseil d'État en conclut, qu'au regard de l'article 32, paragraphe 3, de la Constitution, les dispositions précitées ne correspondent pas au requis constitutionnel selon lequel les principes et les points essentiels restent du domaine de la loi formelle.

Pour l'ensemble de ces raisons, le Conseil d'État doit dès lors émettre une opposition formelle.

Section VI – Marchés à terme

Article 64

L'article 64 reprend l'article 39 de la loi précitée du 13 juillet 2007. Il étend notamment la conclusion des marchés à terme aux OTF.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Section VII – Disposition fiscale

Article 65

Le principe de l'exemption fiscale, sauf en matière de TVA, est repris de l'actuelle loi du 13 juillet 2007 et étendu aux OTF. Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Section VIII – Voies de recours

Article 66

L'article 66 prévoit un recours en réformation contre les décisions de la CSSF prises sur base des dispositions de la loi en projet. D'après le commentaire des articles, ce recours serait calqué sur les possibilités de recours telles qu'elles se retrouveraient fréquemment, notamment dans la LSF.

Ensuite, le Conseil d'État voudrait rappeler la position qu'il a exprimée de façon itérative et selon laquelle le législateur devrait tenir compte du fait que les décisions administratives sont, de par leur nature, d'application immédiate et que les recours n'ont, comme tels, aucun effet suspensif. Il y aurait, par conséquent, lieu de prévoir que notamment les

sanctions ou les mesures administratives que la CSSF peut prononcer sont suspendues pendant le délai de recours et pendant la durée de la procédure.⁶

Quant au délai de recours, le Conseil d'État demande régulièrement de s'en tenir au délai de droit commun, comme le fait, par exemple, la loi du 15 mars 2016 relative aux produits dérivés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux et modifiant différentes lois relatives aux services financiers. Il note encore que la formulation de l'article sous examen est différente de celle de l'article 15 de la loi du 23 décembre 2016 relative aux abus de marché qui dispose qu'« [u]n recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la CSSF prises dans le cadre de la présente loi ».

Dans un souci d'harmonisation des différentes législations, le Conseil d'État propose de formuler l'article sous examen comme suit :

« Les décisions de la CSSF prises en vertu de la présente loi sont susceptibles d'un recours en réformation devant le tribunal administratif ».⁷

Titre II – Dispositions modificatives, abrogatoires et diverses

Chapitre I^{er} – Dispositions modificatives

Section I^{ère} – Modifications de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier

Article 67

L'article 67 opère divers ajustements au niveau des définitions de l'article 1^{er} de la LSF. Il permet ainsi de parfaire la transposition de l'article 4 de la directive 2014/65/UE.

⁶ Voir par exemple : avis du Conseil d'État du 7 juin 2016 sur le projet de loi relative à la profession de l'audit portant : - transposition de la directive 2014/56/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 modifiant la directive 2006/43/CE concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés ; - mise en œuvre du règlement (UE) n° 537/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relatif aux exigences spécifiques applicables au contrôle légal des comptes des entités d'intérêt public et abrogeant la décision 2005/909/CE de la Commission ; - modification de la loi modifiée du 13 juillet 2005 relative aux institutions de retraite professionnelle sous forme de sepcav et assep ; - modification de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales ; - abrogation de la loi modifiée du 18 décembre 2009 relative à la profession de l'audit (doc. parl. n° 6969¹, p. 14 de l'avis).

⁷ Voir également : avis du Conseil d'État de ce jour sur le projet de loi n° 7165 relative aux dépositaires centraux de titres et portant mise en œuvre du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, et modifiant les directives 98/26/CE et 2014/65/UE ainsi que le règlement (UE) n° 236/2012 ; avis du Conseil d'État du 30 janvier 2018 sur le projet de loi n° 7164 portant mise en œuvre du règlement (UE) 2016/1011 du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2016 concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement et modifiant les directives 2008/48/CE et 2014/17/UE et le règlement (UE) n° 596/2014, et portant : 1. modification du Code de la consommation ; 2. modification de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier ; et 3. modification de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances (doc. parl. n° 7164²) et sur le projet de loi n° 7199 portant mise en œuvre du règlement (UE) n° 1286/2014 du Parlement européen et du Conseil du 26 novembre 2014 sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance, et portant modification : 1. de la loi modifiée du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif ; et 2. de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances (doc. parl. n° 7199²).

Le Conseil d'État se réfère tout d'abord à ses observations concernant l'article 1^{er} du projet de loi et les renvois qui sont opérés entre l'article en question et la présente disposition pour la définition de certaines notions.

Il constate ensuite que les auteurs du projet de loi se réfèrent à la directive 2014/65/UE (dispositions figurant sous les points 2, 3 et 6), et à la directive 2014/49/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux systèmes de garantie des dépôts (disposition figurant sous le point 8) pour préciser certains concepts en argumentant qu'il s'agit de termes qui comportent une dimension européenne. Le Conseil d'État rappelle que les renvois aux textes européens sont en principe remplacés par les références nationales correspondantes, sauf dans des cas exceptionnels et notamment lorsqu'il s'agit de viser l'application de la directive sur le territoire des autres États membres de l'Union européenne. En l'occurrence, le Conseil d'État aurait tendance à ne pas voir l'intérêt de la façon de procéder choisie par les auteurs du projet de loi, qui, pour les points 2, 3 et 6, renvoient ensuite à la disposition correspondante de la LSF. Il renvoie encore à ses considérations générales développées en introduction au présent avis.

En ce qui concerne les définitions du « dispositif de publication agréé » (point 2), du « mécanisme de déclaration agréé » (point 3) et du « fournisseur de système consolidé de publication » (point 6), le Conseil d'État en est à se demander si, au vu du libellé de l'article 88 qui introduit une sous-section dédiée aux prestataires de services de communication de données, une définition des concepts utilisés au niveau de l'article 67 s'impose.

Au point 15, il convient de citer le titre de la directive 2013/34/UE en entier. La définition de ce qu'il faut entendre par « liens étroits » figurera en effet dans la LSF qui ne contient, à ce stade, pas de référence à la directive en question.

En ce qui concerne la définition au point 16 de la notion « d'État d'origine », le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant la même définition à l'article 1^{er}, point 20, du projet de loi.

Le Conseil d'État constate enfin que la définition de la notion d'« agent lié » figurant dans la LSF reste inchangée, mais change dans la directive où il n'est plus fait référence au démarchage des clients ou des clients potentiels.

Article 68

L'article 68 apporte un certain nombre de modifications au champ d'application de la LSF, modifications qui découlent de l'article 2 de la directive 2014/65/UE qui couvre les exemptions à la directive et qui est ainsi transposé.

L'article 68, en son point 3, modifie le texte qui figure, à l'heure actuelle, sous la lettre k) du paragraphe 2 de l'article 1-1 de la LSF. Le Conseil d'État ne voit pas la nécessité de remplacer par des références aux directives européennes les références aux dispositions de transposition telles qu'elles figurent pour le moment dans le texte afférent de la LSF.

À la nouvelle lettre t) du paragraphe 2 de l'article 1-1 de la LSF, il convient de citer le titre du règlement (UE) n° 909/2014 dans son intégralité. La disposition figurera en effet dans la LSF qui ne contient, à ce stade, pas de référence au règlement en question.

Article 69

L'article 69 modifie l'article 3 de la LSF qui est consacré à la procédure d'agrément des banques et établissements de crédit de droit luxembourgeois.

Les points 1 et 2 ne donnent pas lieu à observation.

Le point 3 de l'article 69 ajoute un paragraphe 8 à l'article 3 de la LSF de façon à assurer la transposition des articles 21 et 22 de la directive 2014/65/UE. La disposition enjoint aux établissements de crédit de se conformer en permanence aux conditions de l'agrément initial et à la CSSF de se doter de procédures appropriées pour contrôler que les établissements de crédit respectent cette obligation. Le prescrit de la directive 2014/65/UE étant respecté, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 70

L'article 70 vise essentiellement à mettre à jour des références et à assurer la cohérence des dispositions de l'article 6 de la LSF avec les modifications opérées à travers l'article 75 du projet de loi (points 1, 3 et 4). Par ailleurs, le point 2 de l'article 70 introduit un nouvel alinéa 2 à l'article 6, paragraphe 9, de la LSF, consacré à l'actionnariat du demandeur d'agrément, ceci afin d'assurer la transposition complète de l'article 23, paragraphe 3, de la directive 2013/36/UE. D'après cette disposition, la CSSF n'est pas autorisée à examiner l'acquisition envisagée d'un établissement de crédit de droit luxembourgeois en fonction des besoins économiques du marché lorsqu'elle évalue une demande d'une entité visant à acquérir une participation répondant à certaines conditions dans un établissement de crédit de droit luxembourgeois.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 71

L'article 7 de la LSF, qui traite de l'honorabilité et de l'expérience professionnelle des membres de l'organe de direction du demandeur d'agrément en vue de l'exercice de l'activité des établissements de crédit, est modifié pour maintenir la cohérence avec les modifications qui sont opérées par l'article 76, paragraphes 3 et 5, du projet de loi, en relation avec les conditions d'honorabilité et d'expérience professionnelle au niveau de l'exercice d'une activité de PSF. Le Conseil d'État constate que les auteurs du projet de loi n'ont cependant pas repris la totalité de la substance de l'article 76, paragraphes 3 et 5, notamment en ce qui concerne les intérêts qu'il s'agit de protéger à travers les mesures proposées.

La disposition n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Article 72

L'article 72 entreprend de modifier le régime du retrait d'agrément pour les établissements de crédit prévu à l'article 11 de la LSF. À l'avenir, la CSSF ne serait plus obligée de retirer l'agrément lorsque les conditions de celui-ci ne sont plus remplies, mais disposerait d'un pouvoir d'appréciation. Il s'agirait ici encore d'assurer la cohérence avec les modifications opérées par l'article 79 à l'article 23 de la LSF en ce qui concerne les PSF. L'article 8 de la directive 2014/65/UE, qui est transposé par cette dernière disposition, n'oblige en effet pas l'autorité compétente à retirer l'agrément lorsque ses conditions ne sont plus remplies, mais lui donne la faculté de ce faire. Le Conseil d'État constate que l'économie générale de l'article 18 de la directive 2013/36/UE, qui est à la base de la disposition sous revue, permet en effet de laisser une certaine latitude à la CSSF là où, à l'heure actuelle, elle doit, lorsqu'elle est confrontée aux cas visés à l'article 11 de la LSF, retirer l'agrément.

Article 73

L'article 73 modifie l'article 15 de la LSF, article qui a trait à la procédure d'agrément des PSF. Il s'agit essentiellement de tenir compte de l'introduction d'une nouvelle catégorie de PSF, en l'occurrence celle des PSCD. La disposition assure par ailleurs la transposition pour les PSF des articles 21 (surveillance régulière par la CSSF du respect des conditions de l'agrément initial), 22 (obligation générale de surveillance continue pour la CSSF) et 84 (consultation entre autorités compétentes avant l'octroi d'un agrément à un opérateur de marché) de la directive 2014/65/UE. Le prescrit de la directive étant respecté, le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Le Conseil d'État note que les auteurs procèdent expressément au remplacement du renvoi à la loi modifiée du 6 décembre 1991 sur le secteur des assurances par le renvoi à la loi qui l'a entre-temps remplacée, à savoir la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances. Le Conseil d'État constate qu'en vertu du caractère dynamique des références, une telle mesure n'est pas nécessaire. Les auteurs du projet de loi ont d'ailleurs omis de procéder de la même façon par rapport à d'autres références à la loi précitée du 6 décembre 1991 qu'ils continuent à faire figurer dans le texte coordonné de la LSF.

Article 74

L'article 74 opère quelques corrections d'ordre grammatical à l'endroit de l'article 17, paragraphe 1*bis*, de la LSF. Il modifie par ailleurs le paragraphe 2, alinéa 1^{er}, du même article, qui traite de l'administration centrale et de l'infrastructure du demandeur d'agrément, afin de tenir compte de l'introduction des OTF. La disposition n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 75

L'article 75 modifie les dispositions de l'article 18 de la LSF qui traitent de la procédure d'acquisition d'une participation qualifiée dans un PSF ou de l'augmentation, sous certaines conditions, d'une participation qualifiée dans un PSF, par une personne physique ou morale, agissant seule

ou de concert avec d'autres, et du rôle à jouer dans ce contexte par la CSSF. La disposition a notamment pour but de parfaire la transposition de l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE et d'en transposer les articles 10, paragraphe 3, 11, paragraphe 4, et 13, paragraphe 3. Le Conseil d'État note au passage que l'article 12 de la directive 2014/65/UE qui instaure un certain nombre de délais qui cadencent le processus d'évaluation par la CSSF des projets d'acquisition d'une participation, se trouve déjà correctement transposé, à l'heure actuelle, à l'article 18 de la LSF et ne nécessite pas de mesures de transposition complémentaires. Enfin, le nouveau paragraphe 20 qui est introduit à l'article 18 exclut les PSCD du champ d'application de l'article 18, vu que la directive 2014/65/UE ne contient aucune exigence en termes d'actionnariat pour les PSCD. Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 76

L'article 76 modifie l'article 19 de la LSF qui a trait aux conditions en matière d'honorabilité et d'expérience professionnelles que doivent remplir les demandeurs d'agrément concernés par la disposition, à savoir les PSF autres qu'une entreprise d'investissement (article 19, paragraphe 1^{er}) et les entreprises d'investissement (article 19, paragraphe 1*bis*), en ce qui concerne les personnes qui interviennent dans leur direction.

La directive 2014/65/UE renforce d'une façon générale le rôle des organes de direction des entreprises d'investissement, et dès lors également les exigences y relatives, afin de garantir une gestion saine et prudente de ces entreprises, de favoriser l'intégrité du marché et de promouvoir l'intérêt des investisseurs. Ces exigences renforcées se rapprochent de celles contenues dans la directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE. Le Conseil d'État note au passage que les auteurs du projet ont profité de l'occasion pour augmenter la cohérence des dispositifs touchant aux établissements de crédit et de ceux couvrant les PSF. Il renvoie à ce sujet à son examen de l'article 71 du projet de loi.

Le champ d'application des paragraphes 1^{er} et 1*bis* est tout d'abord étendu pour rendre le dispositif conforme à l'article 9, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE, aux termes duquel les entreprises d'investissement et leurs organes de direction devront respecter les articles 88 (dispositifs de gouvernance) et 91 (organe de direction) de la directive 2013/36/UE sur la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Là où les deux paragraphes s'appliquent, à l'heure actuelle, le premier aux entreprises d'investissement qui ne sont pas des établissements CRR, et le second, aux entreprises d'investissement CRR, la future loi distinguera entre les PSF autres qu'une entreprise d'investissement et les entreprises d'investissement.

Pour les entreprises d'investissement, le texte ajoute une nouvelle condition, à savoir que les membres des organes de direction consacrent un temps suffisant à l'exercice de leurs attributions. La disposition est ainsi rendue cohérente avec le texte de l'article 9, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE.

Le nouveau paragraphe *1ter* qui est introduit à l'article 19 vise à assurer la transposition de l'article 9, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE et la transposition complète de l'article 5, paragraphe 2, de la même directive. La disposition a trait à la notification à la CSSF d'un certain nombre d'informations par les PSF, ainsi que d'informations additionnelles par les opérateurs de marché exploitant un MTF ou un OTF ou encore les entreprises d'investissement.

L'article 76, point 4, modifie le paragraphe 3 de l'article 19 de la LSF. Il est basé sur une option laissée aux autorités nationales par l'article 9, paragraphe 6, alinéa 2, de la directive 2014/65/UE. Elle permettra de déroger à la règle de base définie par les auteurs du projet de loi, selon laquelle l'agrément à une personne morale ne pourra être donné que si les personnes qui la dirigent sont au moins au nombre de deux, et d'accorder un agrément à une entreprise d'investissement qui est une personne physique. Le Conseil d'État constate que ce cas de figure est déjà couvert par la loi actuellement en vigueur qui précise cependant, comme le fait la directive 2014/65/UE, qu'est visée l'entreprise d'investissement qui est une personne physique et qui est dirigée par une seule et unique personne. Le Conseil d'État note au passage que la disposition, telle qu'elle est formulée, exclut la possibilité de conférer un agrément à une personne morale dirigée par une seule personne physique. La directive 2014/65/UE se réfère, quant à elle, explicitement au cas de la personne morale dirigée par une seule et unique personne physique. Par ailleurs, le projet de loi prévoit la prise « d'autres mesures garantissant la gestion saine et prudente de l'entreprise d'investissement et la prise en compte de l'intérêt des clients et l'intégrité du marché » lorsque l'agrément est accordé à une entreprise d'investissement personne physique. Le Conseil d'État constate que la référence à « d'autres mesures » tourne, pour ainsi dire, à vide, vu qu'aucun point de référence par rapport auquel ces mesures pourraient être situées n'est défini dans le texte. La disposition afférente de la directive 2014/65/UE, quant à elle, prend appui sur les « exigences prévues au paragraphe 1^{er} (de l'article 9) », c'est-à-dire le respect par les entreprises d'investissement et leurs organes de direction des exigences définies aux articles 88 et 91 précités de la directive 2013/36/UE.

Le nouvel alinéa 1^{er} qui est ajouté au paragraphe 4 de l'article 19 de la LSF par l'article 75, point 5, du projet de loi transpose l'article 9, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE. Les deux alinéas qui composent le paragraphe 4 de l'article 19 de la LSF à l'heure actuelle et qui deviennent les paragraphes 2 et 3 sont légèrement reformulés pour tenir compte du nouveau libellé de l'article 9, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État note que là où la directive mentionne l'organe de direction tout court qui risquerait de compromettre certains intérêts, les auteurs du projet de loi ont limité le champ de la disposition à la « composition de l'organe de direction ». Le Conseil d'État peut toutefois s'en accommoder, vu que le prescrit de la directive est respecté.

L'article 76, point 6, du projet de loi n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 77

L'article 77 apporte un certain nombre d'adaptations ponctuelles au texte de l'article 20 de la LSF. Les points 1 et 2 n'appellent pas d'observation de la part du Conseil d'État. En ce qui concerne le point 3 qui modifie l'article 20, paragraphe 4, de la LSF, les auteurs du projet de loi mettent en avant la nécessité de transposer l'article 32, paragraphe 4, de la directive 2013/36/UE qui prévoit que les fonds propres des entreprises d'investissement ne peuvent pas tomber en dessous de certains niveaux. Là où la disposition actuelle se réfère aux fonds qui sont à maintenir à la disposition permanente du PSF et à investir dans son intérêt propre, les auteurs du projet de loi remplacent la notion de « fonds » par celle d'« exigence en capital social souscrit et libéré » qui serait « à maintenir à la disposition permanente du PSF et à investir dans son intérêt propre ». Or, si le capital peut être maintenu à la disposition d'une entité, l'exigence de ce capital, en revanche, ne peut pas l'être. La disposition est à reformuler.

Article 78

L'article 78 modifie l'article 22-1 de la LSF afin d'inclure les opérateurs de marché exploitant un MTF ou un OTF dans le champ des acteurs qui doivent participer au Système d'indemnisation des investisseurs Luxembourg. Cette façon de procéder permet d'assurer la transposition de l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE qui prévoit que les États membres autorisent tous les opérateurs de marché à exploiter un MTF ou un OTF, à condition qu'il ait été vérifié au préalable que ces opérateurs respectent les dispositions du chapitre 1^{er} du titre II de la directive, chapitre qui inclut en son article 14 l'adhésion à un système accrédité d'indemnisation des investisseurs.

Cette disposition n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 79

L'article 79 modifie l'article 23 de la LSF qui couvre la question du retrait de l'agrément. Le libellé de l'article 23 est modifié afin de tenir compte de l'article 8 de la directive 2014/65/UE qui est ainsi transposé. En épousant étroitement la formulation de la directive, les auteurs du projet de loi donnent par ailleurs une latitude à la CSSF lorsqu'elle doit décider du retrait d'un agrément pour lequel toutes les conditions posées par la loi ne sont plus remplies.

Le Conseil d'État renvoie à son examen de l'article 72 du projet de loi.

Article 80

L'article 80 abroge le paragraphe 5 de l'article 24 de la LSF, article qui traite des conseillers en investissement. Le paragraphe 5 définit plus particulièrement ce qu'il faut entendre par « recommandation personnalisée ». Cette matière est désormais traitée à l'article 9 du règlement délégué (UE) 2017/565. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Articles 81 et 82

Sans observation.

Article 83

L'article 83 prévoit que l'actuel article 24-10 devient l'article 24-11 et introduit dans un nouvel article 24-10 le statut d'entreprise d'investissement exploitant un OTF au Luxembourg. L'exploitation d'un OTF, tout comme l'exploitation d'un MTF, constituent des services et activités d'investissement au sens de la directive 2014/65/UE, et les personnes dont l'occupation ou l'activité habituelle consiste à exploiter un OTF à titre professionnel doivent se faire agréer en tant qu'entreprise d'investissement, cette obligation ne s'appliquant pas aux établissements de crédit et aux opérateurs de marché qui exploitent un OTF. La disposition proposée est calquée sur celle figurant à l'article 24-9 de la LSF et qui couvre les MTF.

La disposition n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Article 84

Sans observation.

Article 85

L'article 85 est destiné à tenir compte au niveau de l'article 27 de la LSF de l'introduction des OTF. Par ailleurs, et aux termes du paragraphe 2 de l'article 27 de la LSF, dans sa nouvelle formulation, l'activité d'opérateur de marché réglementé au Luxembourg sera réservée aux seules personnes morales, à l'instar de ce qui est prévu à l'heure actuelle pour les MTF et à l'avenir pour les OTF. D'après le commentaire des articles, « une personne physique ne saurait en effet répondre aux exigences extensives applicables aux opérateurs de marché ».

Le Conseil d'État peut marquer son accord avec le dispositif proposé.

Articles 86 et 87

Sans observation.

Article 88

L'article 88 introduit une nouvelle sous-section 4 dans la partie I^{ère}, chapitre 2, section 2, de la LSF, sous-section qui est consacrée aux PSCD introduits au Titre V de la directive 2014/65/UE. D'après le commentaire des articles, cette nouvelle catégorie de PSF sera régie, sauf disposition contraire, par les dispositions générales de la LSF applicables aux PSF. L'article 88, qui transpose les dispositions pertinentes des articles 59, 60, 63, 64, 65 et 66 de la directive 2014/65/UE, met en place un dispositif touchant à l'agrément, aux exigences applicables à l'organisation générale et à la gestion d'un PSCD, à la notification des violations des exigences applicables aux PSCD, pour prévoir enfin des règles d'organisation et de gestion spécifiques mises en place pour des PSCD particuliers, en

l'occurrence les dispositifs de publication agréés, les fournisseurs de système consolidé de publication et les mécanismes de déclaration agréés.

Concernant la structuration du texte, le Conseil d'État a du mal à en saisir la logique. Ainsi, il estime que le paragraphe introductif des nouveaux articles 29-12, 29-13 et 29-14, qui à chaque fois reprend des éléments substantiels des définitions des différents types de PSCD qui seront intégrées à l'article 1^{er} de la LSF, est superflu si les auteurs du projet de loi décident de maintenir les définitions en question. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 67 du projet de loi. Par ailleurs, le Conseil d'État constate que le dispositif très complet qui forme la substance de la nouvelle sous-section 4 de la partie I^{ère}, chapitre 2, section 2, de la LSF, est présenté comme étant « particulier » aux PSCD. Le Conseil d'État ne voit dès lors par la nécessité de préciser, comme le font les auteurs du projet de loi, que les nouveaux articles 29-8 et 29-9 de la LSF s'appliqueront par dérogation aux articles 15 et 19 de la même loi. À d'autres endroits de la LSF, il n'a d'ailleurs pas été procédé de la même façon pour des catégories de PSF particuliers.

En ce qui concerne le nouvel article 29-8 de la LSF, et plus précisément son paragraphe 5 qui prévoit dans sa deuxième phrase que « [t]oute modification substantielle des conditions auxquelles était subordonné l'agrément doit être notifiée au préalable à la CSSF », le libellé de la disposition en question semble insuffisamment précis au Conseil d'État. À partir de quand, une modification pourra-t-elle être qualifiée de substantielle ? Le PSCD devra-t-il obtenir un nouvel agrément ? Le Conseil d'État renvoie au texte des articles 3 et 15 de la LSF qui énumèrent de façon précise les cas de figure dans lesquels un nouvel agrément devient nécessaire lorsque la situation du demandeur évolue. Le paragraphe 6 du même article 29-8 de la LSF fixe les délais endéans lesquels la décision sur une demande d'agrément devra être prise. Il reprend par ailleurs certains éléments additionnels figurant aux articles 3 et 15 de la LSF et qu'on retrouve dans la directive 2013/36/UE, mais non dans la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État peut s'en accommoder, vu que la façon de procéder des auteurs du projet de loi ne porte pas atteinte au prescrit de la directive qui est transposé en l'occurrence.

Le début du paragraphe 1^{er} du nouvel article 29-9 de la LSF devra ensuite être reformulé. Le texte afférent renvoie en effet au moment où l'agrément est obtenu par le PSCD, alors qu'il est par après précisé que la condition qui est formulée dans la suite de la phrase doit être remplie « à tout moment ». Il y a dès lors lieu de supprimer le début de phrase ou de le reformuler comme suit :

« En vue de l'obtention et du maintien de l'agrément en tant que PSCD, (...) ».

Le Conseil d'État constate encore que les auteurs du projet de loi ont choisi de transposer le paragraphe 5 de l'article 63 de la directive 2014/65/UE en deux temps aux paragraphes 1^{er}, alinéa 5, et 3 de l'article 29-9 et en étoffant le texte, ce qui permet d'aboutir à un agencement plus cohérent que celui du texte de la directive. Le Conseil d'État approuve dès lors la façon de procéder des auteurs du projet de loi sur ce point.

Toujours en ce qui concerne l'article 29-9, le Conseil d'État note que les paragraphes 3 et 4 ajoutent, en dépassement des exigences de la

transposition de l'article 63 de la directive 2014/65/UE, des obligations similaires, selon le commentaire des articles, à celles prévues aux paragraphes 4 et 5 de l'article 19 de la LSF auquel l'article sous revue est précisément censé déroger. Si le Conseil d'État n'entend pas s'opposer à ces ajouts, qui en fait reprennent pratiquement à l'identique des textes actuellement en vigueur, vu qu'ils ne portent pas atteinte au prescrit de la directive 2014/65/UE, il se doit toutefois de souligner le caractère imprécis des obligations que l'article 29-9, paragraphe 4, impose aux membres de l'organe de direction qui devront « notifier spontanément à la CSSF par écrit sous une forme complète, cohérente et compréhensible tout changement concernant les informations substantielles sur lesquelles s'est fondée la CSSF pour instruire la demande d'agrément ». Le caractère substantiel des informations sur lesquelles la CSSF s'est fondée pour prendre sa décision est en effet délicat à appréhender, de sorte qu'il sera difficile aux acteurs concernés de régler leur comportement qui est susceptible d'être sanctionné, non pas sur base du nouvel article 63-2bis qui est introduit dans la LSF par l'article 127 du projet de loi et qui introduit un catalogue de sanctions et de mesures administratives spécifiques à la fourniture de services d'investissement, l'exercice d'activité d'investissement et la fourniture de services de communication de données, mais au titre de l'article 63 actuel de la LSF. Le Conseil d'État concède toutefois qu'une disposition analogue figure déjà à l'endroit de l'article 19, paragraphe 5 actuel, de la LSF.

Quant au délai de recours au paragraphe 3, le Conseil d'État renvoie à son observation à l'endroit de l'article 66 de la loi en projet et propose de formuler *in fine* la phrase de ce paragraphe comme suit :

« La décision de la CSSF prise en vertu du présent paragraphe est susceptible d'un recours en réformation devant le tribunal administratif ».

En ce qui concerne le processus de notification en interne des violations de la loi en projet, du règlement (UE) n° 600/2014 et des mesures prises pour leur exécution qui forme la substance du nouvel article 29-11 de la LSF, le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 9, paragraphe 2, du projet de loi.

Le Conseil d'État constate encore que les articles 29-12 et 29-14 nouvellement introduits dans la LSF prévoient que la transmission d'informations à un « *Approved Publication Arrangement* », en abrégé APA, ou à un « *Approved Reporting Mechanism* », en abrégé ARM, ne constitue pas une atteinte à l'obligation au secret professionnel. Hormis le fait que ce même dispositif n'est pas prévu pour les « *Consolidated Tape Provider* », en abrégé CTP, visés à l'article 29-13 de la LSF, le Conseil d'État estime que ces dispositions sont superfétatoires par rapport à l'article 41 de la LSF, tel qu'il est en voie de reformulation à travers le projet de loi n° 7024 précité, et à l'article 43 de la future loi sur les marchés financiers qui a trait à l'obligation de secret professionnel et qui prévoit en son paragraphe 2, comme d'ailleurs en substance l'article 41 de la LSF, que cette obligation n'existe pas lorsque la révélation d'un renseignement est autorisée en vertu d'une disposition législative, ou encore à l'égard de personnes établies au Luxembourg qui sont soumises à la surveillance prudentielle de la CSSF et qui sont tenues à une obligation de secret pénalement sanctionnée dans la mesure où les renseignements communiqués à ces personnes sont fournis dans le cadre d'un contrat de

service, ce qui semble être le cas en l'occurrence. Le Conseil d'État renvoie encore à ses considérations générales concernant le projet de loi n° 7024 qui vient d'être adopté par la Chambre des députés.

Le nouvel article 29-15 de la LSF transposera l'article 60, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE qui a trait à l'établissement de succursales par les PSCD ou à l'exercice de leur activité par la voie de la libre prestation de services. Il couvre la fourniture de services dans l'ensemble de l'Union européenne par les personnes agréées au Luxembourg et la situation inverse où une personne agréée dans un autre État membre exerce les activités en question au Luxembourg, que ce soit au moyen de l'établissement d'une succursale, ou par la voie de la libre prestation de services. Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Article 89

L'article 89 est destiné à tenir compte de la possibilité de recourir à un agent lié prévue par l'article 35 de la directive 2014/65/UE. Il transpose par ailleurs l'article 34, paragraphes 2, alinéa 2, deuxième phrase, et 5, alinéa 2, deuxième phrase, de la directive 2014/65/UE. Le dispositif proposé étant conforme au prescrit de la directive, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 90

L'article 90 modifie l'article 32 de la LSF, et plus précisément son champ d'application, afin de tenir compte de l'introduction d'un nouvel article 32-1 dans la LSF par l'article 91 du projet de loi, article qui couvrira à l'avenir spécifiquement les services d'investissement et les activités d'investissement d'entreprises en provenance de pays tiers. Le Conseil n'a pas d'observation à formuler.

Article 91

L'article 91, qui introduit un nouvel article 32-1 dans la LSF au niveau du chapitre consacré à l'agrément pour l'établissement de succursales et pour la libre prestation de services au Luxembourg par des établissements de crédit ou des PSF de droit étranger, introduit un véritable régime de pays tiers pour les entreprises de pays tiers désirant fournir au Luxembourg des services d'investissement ou y exercer des activités d'investissement et proposer des services auxiliaires à des contreparties éligibles et à des clients professionnels au sens de l'annexe III, section A, de la LSF (paragraphe 1^{er} de l'article 32-1) ou à des clients particuliers ou à des clients professionnels au sens de l'annexe III, section B, de la LSF (paragraphe 2 de l'article 32-1). Le Luxembourg exercera en l'occurrence les discrétions nationales qui lui sont ouvertes par l'article 46, paragraphe 4, alinéa 5, du règlement (UE) n° 600/2014 et par l'article 39 de la directive 2014/65/UE. Enfin, le paragraphe 3 de l'article 32-1 permet aux personnes établies dans l'Union européenne de conserver la liberté de recevoir, sur leur seule initiative, des services d'investissement proposés par une entreprise relevant d'un pays tiers.

Au paragraphe 1^{er}, les auteurs du projet de loi ont opté pour une ouverture large en permettant, à l'alinéa 2, la fourniture de services d'investissement au Luxembourg à des contreparties éligibles et à des

clients professionnels au sens strict du mot, sans l'établissement d'une succursale à condition que l'entreprise concernée soit autorisée dans sa juridiction à fournir les services d'investissement en question, qu'elle soit soumise à une surveillance et à des règles d'agrément que la CSSF juge équivalentes à celles de la LSF et que la coopération entre la CSSF et l'autorité de surveillance du pays tiers soit assurée. Par contre, au paragraphe 2, les auteurs du projet de loi ont fait le choix inverse en utilisant une discrétion prévue par l'article 39, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE en liant la fourniture de services investissement au Luxembourg à des clients particuliers et à des clients professionnels sur demande à l'établissement d'une succursale au Luxembourg. Le Conseil d'État n'a pas à commenter ce choix qui va dans le sens d'une protection renforcée des clients visés dans le second cas de figure, mais qui pourrait également peser sur l'offre de services dont ils pourront bénéficier.

Au paragraphe 1^{er}, la référence au titre VIII du règlement (UE) n° 600/2014, qui constitue une norme juridique de rang supérieur, est superflue. Le Conseil d'État se demande ensuite qu'elles peuvent être « les dispositions mises en place par les succursales d'entreprises de pays tiers » dont la CSSF peut demander la modification. Ne faudrait-il pas plutôt parler de dispositifs ?

À l'alinéa 2 du paragraphe 1^{er}, il conviendrait de préciser la nature du régime qui y est établi. S'agit-il d'un régime d'autorisation au cas par cas ou d'un simple régime de notification par les entreprises concernées ?

À l'alinéa 1^{er} du paragraphe 2, il convient de corriger une faute grammaticale et de restructurer la phrase introductive dans l'intérêt d'une meilleure lisibilité. Ce texte pourrait se lire comme suit :

« Les entreprises de pays tiers (...), sont tenues d'établir une succursale au Luxembourg. Elles sont soumises aux mêmes règles d'agrément que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de droit luxembourgeois et respectent les dispositions de l'article 32, paragraphes 2 à 4. »

Cette même disposition soumet ensuite l'agrément à un certain nombre de conditions couvertes par la directive 2014/65/UE en mélangeant des conditions qui doivent être remplies en amont de l'agrément et qui ont trait à l'environnement général dans lequel sera accordé l'agrément – cadre législatif du pays tiers, coopération entre la CSSF et l'autorité de surveillance du pays tiers, etc. – et des conditions que l'entreprise qui désire établir la succursale devra directement remplir et qui lui seront imposées par l'agrément. Le Conseil d'État estime qu'il serait indiqué, et cela même si les auteurs de la directive ont pris le même raccourci, de séparer les deux aspects.

Article 92

L'article 92 modifie l'article 33 de la LSF qui a trait à l'établissement de succursales dans un autre État membre par les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les établissements financiers luxembourgeois. Au vu de l'article 35 de la directive 2014/65/UE, qui prévoit notamment un régime complet pour l'établissement de succursales par les entreprises d'investissement ou pour le recours à des agents liés établis dans un autre État membre dans lequel l'entreprise d'investissement

n'a pas établi de succursale, il a fallu procéder à une restructuration de l'article 33 pour transposer l'essentiel des dispositions de l'article 35 de la directive.

Le prescrit de la directive 2014/65/UE étant respecté, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 93

L'article 93 transpose de larges parties de l'article 34 de la directive 2014/65/UE à travers des modifications apportées à l'article 34 de la LSF qui couvre la libre prestation de services dans l'Union européenne. Il apporte notamment certaines modifications au régime des agents liés.

En ce qui concerne la structuration de l'article 34 de la LSF, le Conseil d'État suggère d'intégrer le nouveau paragraphe 5, qui a trait à l'établissement de crédit agréé au Luxembourg qui souhaite fournir des services d'investissement ou exercer des activités d'investissement et proposer des services auxiliaires par l'intermédiaire d'agents liés, au paragraphe 1^{er} actuel qui trace le cadre général de la prestation de services par un établissement de crédit agréé au Luxembourg.

Le prescrit de la directive 2014/65/UE étant par ailleurs respecté, le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 94

L'article 94 redéfinit tout d'abord le champ d'application des dispositions de la partie II de la LSF consacrée aux obligations professionnelles, aux règles prudentielles et aux règles de conduite dans le secteur financier. Dans cette perspective, les auteurs du projet de loi procèdent à une réécriture de l'article 35 de la LSF. Ils étendent ensuite certaines obligations figurant dans le chapitre 4 de la partie II consacré aux obligations professionnelles, aux règles prudentielles et aux règles de conduite dans le secteur financier applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement à leurs activités de commercialisation des dépôts structurés et à la fourniture de conseils par rapport à ces dépôts. Cette dernière mesure vise à parfaire la transposition de l'article 1^{er}, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE.

Le texte retenu par les auteurs du projet de loi étant conforme à celui de la directive 2014/65/UE, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 95

Sans observation.

Article 96

L'article 96 apporte une clarification au texte de l'article 36 de la LSF dans le domaine des PSF. Il tient ensuite compte de l'introduction des OTF et étend un certain nombre de dispositions relevant du chapitre 4*bis* de la partie II de la LSF consacrée aux obligations professionnelles, aux règles prudentielles et aux règles de conduite dans le secteur financier et touchant aux dispositifs de gouvernance, aux opérateurs de marché exploitant un

MTF ou un OTF, et ceci afin de rendre la future loi conforme aux exigences de l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE.

En ce qui concerne précisément l'article 5, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE, il vise essentiellement, d'après la lecture que le Conseil d'État fait de cette disposition, à alléger la procédure permettant l'exploitation d'un MTF ou d'un OTF lorsque c'est un opérateur de marché, qui à ce titre dispose d'un agrément, qui en fait la demande. Il sera à ce moment-là dispensé de la formulation d'une demande d'agrément, la directive imposant une simple vérification préalable permettant de garantir que l'opérateur en question respecte les dispositions du chapitre 1^{er} du titre II de la directive qui est consacré aux conditions d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement. Cette procédure allégée se trouve inscrite à l'article 20, paragraphe 2, du projet de loi pour les MTF et à l'article 32, paragraphe 2, du projet de loi pour les OTF. Ces dernières dispositions reprennent par ailleurs ensuite, au niveau des paragraphes 4 des articles 20 et 32 du projet de loi, un certain nombre de dispositions de la LSF qui devront être respectées dans ce cas. Au niveau de la disposition sous revue, les auteurs du projet de loi reprennent cette liste, pour la compléter ensuite par une référence à d'autres dispositions de la LSF. Le Conseil d'État comprend que cette façon de procéder permet de tenir compte de deux cas de figure, selon que les entités concernées sont des PSF ou non. Elle est cependant de nature à rendre les textes afférents difficilement lisibles. Il serait, de l'avis du Conseil d'État, préférable d'inclure un dispositif complet au niveau des articles 20 et 32 du projet de loi renvoyant aux dispositions pertinentes de la LSF.

Article 97

Sans observation.

Article 98

L'article 98, en son point 1, transpose l'article 16, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE. Il introduit six nouveaux alinéas à l'article 37-1, paragraphe 2, de la LSF. Il prévoit des exigences renforcées en matière de gouvernance des produits financiers, tant pour les producteurs que pour les distributeurs de produits financiers. Il s'agit en l'occurrence d'une des principales nouveautés du dispositif MiFID II. Les règles en question qui s'appliquent tant à ceux qui conçoivent des produits financiers, à savoir les producteurs, qu'à ceux qui les distribuent, à savoir les distributeurs, visent à assurer que les intérêts des clients sont respectés tout au long de la vie des produits. Le prescrit de la directive 2014/65/UE étant fidèlement reproduit, le Conseil d'État ne formule pas d'observation. Il note toutefois que le dernier alinéa, même s'il est copié du texte de la directive, et qui réserve l'application d'autres dispositions nationales et européennes, est superflu, vu que les normes afférentes ont de toute façon vocation à s'appliquer en l'occurrence.

L'article 98, point 2, ajuste le libellé de l'article 37-1, paragraphe 6, de la LSF qui a trait à la conservation par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement des enregistrements des services qu'ils ont fournis, pour le rendre conforme à l'article 16, paragraphe 6, de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État propose tout d'abord d'écrire que « les établissements de crédit et les entreprises d'investissement conservent (...) »

au lieu de « veillent à conserver (...) ». Il note ensuite que les auteurs du projet de loi ont estimé nécessaire de préciser que la conservation des enregistrements se fait « conformément aux délais prévus au Code de commerce », précision qui figure dans le texte actuellement en vigueur. Or, la directive 2014/65/UE prévoit des délais de conservation pour les enregistrements visés au nouveau paragraphe *6bis* qui seront de cinq ans – délai qui existe déjà à l’heure actuelle et qui est fixé par l’article 61 du règlement grand-ducal du 13 juillet 2007 relatif aux exigences organisationnelles et aux règles de conduite dans le secteur financier – et exceptionnellement, lorsque la CSSF le demandera, de sept ans. Ces délais sont repris au dernier alinéa du nouveau paragraphe *6bis* qui est introduit à l’article 37-1 pour transposer l’article 16, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE. Le paragraphe *6bis* en question prévoirait, selon le commentaire des articles, des exigences spécifiques pour « un sous-ensemble des informations visées au paragraphe 6 ». Le Conseil d’État a une lecture plus inclusive de ce texte qui lui semble simplement destiné à apporter des précisions par rapport au texte du paragraphe 6. Dans le sillage du paragraphe 6, le paragraphe *6bis* est en effet introduit par les mots « Les enregistrements incluent (...) ». D’après la lecture que le Conseil d’État fait ainsi de cette dernière disposition, les délais de respectivement cinq et sept ans figurant au dernier alinéa du paragraphe *6bis* s’appliqueront dès lors dans tous les cas, c’est-à-dire tant aux enregistrements visés d’une façon générale au paragraphe 6 qu’à ceux visés plus spécifiquement au paragraphe *6bis*, de sorte que les auteurs du projet de loi devraient pouvoir se dispenser au paragraphe 6 de la référence au Code de commerce. Cette façon de procéder permettrait d’éviter une incohérence qu’on retrouve déjà dans la réglementation actuellement en vigueur. En effet, l’article 61 du règlement grand-ducal précité du 13 juillet 2007 prévoit que les établissements de crédit et les entreprises d’investissement doivent conserver tous les enregistrements requis au titre de l’article 37-1, paragraphe 6, de la LSF pour une période d’au moins cinq ans, alors que la disposition en question de la LSF met en avant une conservation des enregistrements, conformément aux délais prévus au Code de commerce. Le Conseil d’État demande, en conclusion sur ce point, que les auteurs du projet de loi précisent leurs vues concernant l’agencement des articles 6 et *6bis*.

Le Conseil d’État note encore que les auteurs du projet de loi ont ajouté un qualificatif aux « conversations en tête-à-tête » visées à l’alinéa 7 en se référant au « conversations en tête-à-tête pertinentes ». Le Conseil d’État marque son accord avec cette précision utile qui ne figure pas dans la version française de la directive, mais bien dans la version anglaise. En ce qui concerne les modalités de la preuve de l’acceptation par le client du contenu d’un compte-rendu ou d’une note que les auteurs du projet de loi ont ajoutées *in fine* de l’alinéa 7, et qui ne figurent pas dans la directive, le Conseil d’État peut s’en accommoder dans la mesure où elles protègent le client. Ceci dit, cette façon de procéder des auteurs du projet de loi, même si elle semble relever du bon sens, devrait amener les établissements de crédit et les entreprises d’investissement à solidement encadrer cette possibilité de documenter un ordre, ce qui, selon les cas, pourrait retarder l’exécution des ordres reçus des clients.

Article 99

L'article 99 adapte le libellé de l'article 37-2 de la LSF relatif aux conflits d'intérêts pour le rendre conforme aux dispositions de l'article 23, paragraphes 1^{er} à 3, de la directive 2014/65/UE.

Les auteurs du projet de loi respectent le prescrit de la directive 2014/65/UE, de sorte que le Conseil d'État peut s'abstenir de formuler des observations.

Article 100

L'article 100 du projet de loi constitue la disposition clé en matière de protection du client. Il opère de nombreuses modifications à l'endroit de l'article 37-3 de la LSF pour transposer les articles 24 et 25 de la directive 2014/65/UE.

Dans la directive 2014/65/UE et dans le règlement (UE) n° 600/2014, la protection des investisseurs repose sur quatre dispositifs principaux : le contrôle de la conception et de la distribution des instruments financiers, l'encadrement de la rémunération des personnels des entreprises d'investissement, les règles de conduite et l'obligation de meilleure exécution. L'article 37-3 de la LSF, dans la nouvelle rédaction qui lui est donnée par le projet de loi sous revue, reprend un certain nombre de mesures qui participent à la réalisation de ces objectifs. Il s'agit des mesures suivantes :

- mise en place par les établissements de crédit et les entreprises d'investissement d'un processus de conception des instruments financiers qui doivent répondre aux besoins d'un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée et évaluation de la compatibilité des instruments financiers proposés ou recommandés aux clients avec leurs besoins (nouveau paragraphe *1bis* transposant l'article 24, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE) ;
- fourniture aux clients, en temps utile, d'un certain nombre d'informations et notamment des informations sur les instruments financiers, les stratégies d'investissement proposées, sur les coûts et les frais liés ou encore sur l'indépendance des conseils fournis (modification du paragraphe 3 en vue de transposer l'article 24, paragraphe 4, de la directive 2014/65/UE) ;
- caractéristiques de l'information qui est fournie aux clients (nouveau paragraphe *3bis* transposant l'article 24, paragraphe 5, de la directive 2014/65/UE) ;
- introduction de la distinction entre conseil en investissement indépendant et non-indépendant (nouveau paragraphe *3ter* transposant l'article 24, paragraphe 7, de la directive 2014/65/UE) ;
- limitation, dans certains cas, de la faculté des établissements de crédit et des entreprises d'investissement d'accepter et de conserver des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture d'un service au client, versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers (nouveaux paragraphes *3ter*, *3quater* et *3quinquies* transposant l'article 24, paragraphes 7, 8 et 9, de la directive 2014/65/UE) ;
- rémunération et évaluation de la performance des personnels des établissements de crédit et des entreprises d'investissement de façon à ne

- pas entrer en conflit avec l'obligation de ces entreprises d'agir au mieux des intérêts du client (nouveau paragraphe 3*sexies* transposant l'article 24, paragraphe 10, de la directive 2014/65/UE) ;
- réglementation des offres groupées (nouveau paragraphe 3*septies* transposant l'article 24, paragraphe 11, de la directive 2014/65/UE) ;
 - introduction de la possibilité pour la CSSF, dans des cas exceptionnels, d'imposer aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement des exigences supplémentaires pour certaines matières (nouveau paragraphe 3*octies* prévoyant la transposition d'une discrétion nationale prévue par l'article 24, paragraphe 12, de la directive 2014/65/UE) ;
 - obligation pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de s'assurer de pouvoir démontrer à la CSSF que le personnel qui, entre autres, fournit des conseils en investissement dispose des connaissances et des compétences nécessaires (nouveau paragraphe 3*nonies* transposant l'article 24, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE) ;
 - obligation pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de collecter un certain nombre de données en relation avec leurs clients, concernant notamment leurs connaissances et leur expérience en matière d'investissement (modification du paragraphe 4 en vue d'assurer la transposition de l'article 25, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE).

Ces dispositifs sont ensuite complétés par un certain nombre de dispositions de détail, mais dont le but premier reste la protection du client.

Dans son ensemble, la nouvelle mouture de l'article 37-3 de la LSF répond au prescrit de la directive 2014/65/UE et ne donne pas lieu, de ce point de vue, à des observations de principe de la part du Conseil d'État.

Pour la rédaction du paragraphe 3 de l'article 37-3, les auteurs du projet de loi ont adopté une structure du texte qui est légèrement différente de celle du texte correspondant de la directive, tout en ne nuisant pas à la transposition fidèle du prescrit de la directive, de sorte que le Conseil d'État peut s'en accommoder. À l'alinéa 5 de la même disposition, le Conseil d'État propose de remplacer le terme « totalisées », et cela même s'il figure dans la directive, par celui d'« agrégées » pour qualifier les informations sur les coûts et frais qui sont fournies au client. Ce terme lui semble en effet plus approprié au regard de la version anglaise de la directive. La même substitution de termes a d'ailleurs été faite par le législateur français lors de la transposition de la directive⁸.

Dans la même perspective que celle qui vient d'être développée, le Conseil d'État approuve les auteurs du projet de loi lorsqu'au nouveau paragraphe 3*bis* ils remplacent le terme « normalisée », utilisé dans la directive, par celui de « standardisée » pour qualifier la forme sous laquelle les informations seront fournies aux clients. Le Conseil d'État note que ce dernier terme est déjà actuellement utilisé au paragraphe 5, alinéa 3, pour définir l'avertissement que l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement adresse au client pour l'informer que le produit ou le service qui est visé par la disposition afférente n'est pas approprié pour lui.

⁸ Décret n° 2017-1324 du 6 septembre 2017 relatif aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement.

Au nouveau paragraphe 3*octies*, les auteurs du projet de loi proposent d'exercer une discrétion nationale prévue à l'article 24, paragraphe 12, de la directive 2014/65/UE en permettant à la CSSF, dans des cas exceptionnels, d'imposer aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement des exigences supplémentaires pour les matières régies par les paragraphes 1^{er} à 3*septies* et 8*ter*, et selon les conditions prévues audit paragraphe 3*octies*.

Le Conseil d'État constate que l'article 37-3 et les articles auxquels il fait référence touchent à une matière réservée à la loi, à savoir la liberté de faire le commerce protégée par l'article 11, paragraphe 6, de la Constitution.

Le Conseil d'État en est ensuite à se demander si, en l'occurrence, la CSSF sera appelée à prendre des décisions individuelles ou si son intervention prendra la forme d'actes réglementaires. Dans les deux cas, s'agissant d'une matière réservée à la loi, l'intervention de la CSSF devra être dûment encadrée par la loi. En ce qui concerne d'éventuelles décisions individuelles visant des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, l'autorité administrative ne pourra se voir dotée d'un pouvoir d'appréciation sans limites pour imposer des obligations aux organismes surveillés. La loi devra définir l'étendue et les modalités d'exercice d'un tel pouvoir avec une précision suffisante pour rendre le dispositif conforme au texte de la Constitution. Au cas où la CSSF serait amenée à exercer, en l'occurrence, son pouvoir réglementaire, celui-ci devrait être cantonné à des mesures d'exécution de la loi destinées à assurer sa mise en œuvre au niveau du détail.

Le Conseil d'État concède que les auteurs du projet de loi ont encadré le pouvoir de la CSSF, quelle qu'en soit d'ailleurs la nature, par un certain nombre de conditions qui présideront à son exercice. Ainsi, les exigences supplémentaires qui seront imposées aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement devront être « objectivement justifiées et proportionnées afin de répondre à des risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui revêtent une importance particulière dans la structure de marché luxembourgeoise »⁹. La CSSF ne pourra par ailleurs agir que dans des cas exceptionnels. Elle devra encore motiver ses choix dans le cadre du processus de notification à la Commission européenne des mesures prises. Enfin, ces mesures ne sauraient restreindre les droits des établissements de crédit et des entreprises d'investissement prévus aux articles 33 (établissement de succursales dans un autre État membre) et 34 (prestation de services dans l'Union européenne) de la LSF. Par contre, les exigences supplémentaires en elles-mêmes, que devront respecter les établissements de crédit et les entreprises d'investissement concernées, ne sont pas autrement précisées, les auteurs du projet de loi se contentant d'un simple renvoi aux « matières régies par les paragraphes 1^{er} à 3*septies* et 8*ter* ». En l'occurrence, le texte proposé débouche sur un dispositif qui habiliterait la CSSF à compléter la loi, ce qui ne saurait se concevoir dans le domaine sous revue. Le Conseil d'État note que si, déjà à l'heure actuelle, la LSF permet à la CSSF d'imposer des exigences supplémentaires aux acteurs du secteur financier, ces exigences sont toutefois limitées à des exigences de déclaration supplémentaires face aux autorités de contrôle ou à la publication d'informations

⁹ Extrait du commentaire des articles.

supplémentaires. Par contre, les paragraphes 1^{er} à 3^{septies} et 8^{ter} de l'article 37-3 comportent des obligations d'information essentiellement tournées vers le client et d'autres obligations imposées aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement au niveau de leur fonctionnement et de leur comportement face au client.

En l'absence d'un cadre suffisamment précis destiné à figurer dans la future loi, le Conseil d'État doit s'opposer formellement au dispositif prévu. Il appartient aux auteurs du projet de loi de cerner avec précision, dans la loi, les exigences supplémentaires que la CSSF pourra imposer aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et les cas dans lesquels la CSSF pourra activer les dispositifs afférents.

En ce qui concerne le paragraphe 6, les deux alinéas qui figurent après le point 1, lettre f), et qui ont trait au processus de décision qui aboutit à la reconnaissance par la Commission européenne d'un marché d'un pays tiers comme équivalent à un marché réglementé, conférant en cela des compétences à la Commission, le Conseil d'État en conçoit la transposition au niveau de la loi nationale, vu que le dispositif afférent est déclenché par les autorités compétentes des États membres, en l'occurrence la CSSF.

Au nouveau paragraphe 8^{bis}, il n'y a pas lieu d'écrire après la référence complète à la directive 2014/17/UE « ci-après « la directive 2014/17/UE » », vu qu'il n'y est plus fait référence dans la suite de la LSF.

Article 101

L'article 101 modifie l'article 37-4, alinéas 2 et 3, de façon à transposer les alinéas 2 et 3 de l'article 26 de la directive 2014/105/UE.

Le texte n'appelle pas d'observation de la part du Conseil d'État.

Article 102

L'article 102 opère une série de modifications à l'article 37-5, qui a trait à l'obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client, en vue de la transposition de l'article 27 de la directive 2014/65/UE. D'une façon générale, la directive 2014/65/UE qui reprend cette obligation vise la mise en place d'une politique de meilleure exécution plus détaillée et facilement compréhensible par les clients avec des obligations d'information renforcées.

En ce qui concerne l'utilisation de la notion de « système d'exécution » à plusieurs endroits de la disposition sous revue, le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 61 du projet de loi.

Le Conseil d'État note encore, comme il a eu l'occasion de le faire déjà à plusieurs reprises, que les auteurs du projet de loi continuent à utiliser au paragraphe 1^{er} la notion de « client particulier » qui a été remplacée au niveau de la directive 2014/65/UE par celle de « client de détail ».

Au paragraphe 3, alinéa 3, de l'article 37-5, les auteurs du projet de loi ont reformulé l'obligation de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement d'« informer ses clients ou ses clients potentiels » : à l'avenir, l'entité visée devra « notamment informer ses clients ». Le Conseil

d'État a du mal à comprendre la portée de cette modification apportée au texte, qui s'expliquerait, d'après le commentaire des articles, par le fait que la référence aux clients potentiels résultait d'une traduction erronée dans la version française de la directive 2004/39/CE. Le Conseil d'État constate, pour sa part, que le texte anglais de la directive 2014/65/UE utilise les termes « *in particular* » pour qualifier les clients qui doivent être informés et que la traduction allemande continue à se référer aux clients et aux clients potentiels. Le Conseil d'État recommande aux auteurs du projet de loi de clarifier ce point pour bien cerner l'obligation d'information qui pèse sur les établissements de crédit et les entreprises d'investissement.

Le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 103

L'article 103 a essentiellement pour objet de transposer dans l'article 37-6, paragraphe 2, de la LSF la première phrase de l'article 28, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE.

À l'avant-dernière phrase de la disposition sous revue, la possibilité donnée à la CSSF de lever l'obligation qui est mise à la charge des établissements de crédit et des entreprises d'investissement par la première phrase est définie par rapport à des ordres à cours limité portant sur « une taille élevée par rapport à la taille normale de marché ». Le Conseil d'État attire l'attention des auteurs du projet de loi sur le fait que la directive 2014/65/UE se réfère à des ordres portant « sur une taille inhabituellement élevée, conformément à l'article 4 du règlement (UE) n° 600/2014 ». Le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de compléter le texte sur ce point.

La disposition ne donne pas lieu à d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Article 104

L'article 104 transpose pour l'essentiel l'article 30, paragraphe 2, alinéas 1^{er} et 2, de la directive 2014/65/UE à travers une modification des dispositions de l'article 37-7 de la LSF.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Article 105

L'article 105 modifie l'article 37-8 de la LSF en y apportant deux clarifications et en tenant compte du fait que le fait d'autoriser ou non le recours à un agent lié n'est désormais plus une discrétion nationale.

Le Conseil d'État note qu'à l'alinéa 2 du paragraphe 5 dans sa nouvelle mouture, les auteurs du projet de loi décrivent les compétences générales, commerciales et professionnelles dont doit disposer l'agent lié comme « adéquates », là où la directive 2014/65/UE utilise le terme « requises ». Le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi de se conformer au texte de la directive.

Pour le surplus, le texte proposé n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Articles 106 à 111

Les articles 106 à 111 participent tous du même objectif, à savoir le renforcement du rôle des organes de direction des entreprises d'investissement, et dès lors également des exigences y relatives, afin de garantir une gestion saine et prudente de ces entreprises, de favoriser l'intégrité du marché, et de promouvoir l'intérêt des investisseurs. Ces exigences renforcées sont alignées sur celles contenues dans la directive 2013/36/UE.

L'article 106 reformule sur un certain nombre de points l'article 38 de la LSF et ceci afin de tenir compte de l'extension par l'article 9, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE du champ d'application des articles 88 et 91 de la directive 2013/36/UE à toutes les entreprises d'investissement, alors que jusqu'à présent n'y étaient visés que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement CRR, c'est-à-dire les entités couvertes par la directive CRD IV et le règlement CRR. En ce qui concerne la structure du texte, il est prévu, au paragraphe 1^{er} de l'article 38, que le chapitre qu'il introduit continuera à s'appliquer en principe aux établissements CRR, mais que certaines de ses dispositions s'appliqueront également aux entreprises d'investissement, qui ne sont pas des entreprises d'investissement CRR, et cela conformément au prescrit de la directive 2014/65/UE.

L'article 107 a essentiellement pour but d'assurer la transposition de l'article 9, paragraphe 3, alinéas 1^{er} à 4, de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État note qu'au niveau du nouvel alinéa 4, point 2, de l'article 38-1, les auteurs du projet de loi ont remplacé la notion de « simulations de crise » figurant dans le texte de la directive par celui de « tests de résistance ». Le Conseil d'État peut s'accommoder de cette substitution qui fait que le texte de la LSF sera plus proche des versions anglaise et allemande de la directive.

L'article 108 supprime toutes les occurrences du qualificatif « CRR » à l'article 38-2 de la LSF et modifie son paragraphe 4 afin d'assurer la transposition de l'article 9, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE.

L'article 109 du projet de loi modifie l'article 38-6 de la LSF pour tenir compte de ce que ses dispositions visent uniquement les établissements CRR.

Les modifications entreprises à l'endroit de l'article 38-8 de la LSF par l'article 110 du projet de loi se situent dans le sillage de l'article 106 du projet de loi.

L'article 111 modifie l'article 38-12 de la LSF. Cette disposition transposera, à l'avenir, à la fois l'article 71, paragraphe 3, de la directive 2013/36/UE et l'article 73, paragraphe 2, de la directive 2014/65/UE. Le dispositif de notification des violations qui en forme la substance est complété sur un certain nombre de points. Il est ainsi précisé qu'il s'agit d'un dispositif de signalement « en interne » de violations, ce qui ne ressort effectivement pas du texte actuellement en vigueur qui, en son paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, se réfère explicitement à des procédures appropriées

permettant le signalement des infractions à la CSSF. Le Conseil d'État renvoie, pour le surplus, à ses observations concernant les articles 9 et 46 du projet de loi.

Article 112

L'article 112, qui ajoute un paragraphe 9 à l'article 41 de la LSF, exempte les activités d'APA et de CTP de l'obligation de secret professionnel.

Pour des raisons que le Conseil d'État ignore, les ARM ne sont pas couverts par la disposition. En ce qui concerne le principe, le Conseil d'État s'interroge au sujet de l'opportunité d'exclure, sans autres restrictions, les activités concernées de l'obligation de secret professionnel. Comme le notent les auteurs du projet de loi au niveau de leur commentaire de l'article, la nature des activités des APA et des CTP justifierait leur exemption du secret professionnel « pour leurs activités d'APA et de CTP ». Le Conseil d'État estime qu'il conviendrait d'ajouter cette précision au niveau du texte, vu qu'il n'est pas exclu que les APA et les CTP obtiennent, à l'occasion de l'exercice de leurs activités principales, des informations non directement liées à leurs activités, mais qui devraient tomber sous le coup du secret professionnel.

Articles 113 et 114

Sans observation.

Article 115

L'article 115 apporte des modifications à l'article 44 de la LSF qui a trait au secret professionnel de la CSSF et notamment à l'utilisation des informations confidentielles qu'elle reçoit, et ceci afin de refléter les changements opérés par l'article 76 de la directive 2014/65/UE. Il ajoute par ailleurs un nouveau tiret au paragraphe 6 de l'article 44 qui couvre le règlement extrajudiciaire des litiges lorsqu'ils concernent une matière relevant du champ d'application de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation dans la mesure où les modifications entreprises transposent correctement le prescrit de la directive 2014/65/UE.

Article 116

L'article 116 modifie l'article 44-1 de la LSF qui a trait à la coopération de la CSSF avec les autorités compétentes des États membres. Il vise à transposer un certain nombre de dispositions figurant aux articles 79, 82 et 83 de la directive 2014/65/UE.

L'article 116, point 3, permettra à la CSSF d'étendre sa coopération avec ses homologues européens au recouvrement des amendes, et cela conformément à l'article 79, paragraphe 1^{er}, alinéa 4, de la directive 2014/65/UE. Les auteurs du projet de loi ont ajouté en l'occurrence, comme ils l'ont fait à l'article 51, paragraphe 1^{er}, alinéa 3, du projet de loi, des précisions concernant la répartition des frais de recouvrement des amendes entre les autorités intervenant dans la procédure.

L'article 116, point 4, prévoit une extension de la coopération entre la CSSF et le CAA, coopération qui se trouve d'ores et déjà consacrée au paragraphe 2 de l'article 44-1 de la LSF, de la surveillance prudentielle à la surveillance tout court. Le Conseil d'État note que le texte afférent de la directive 2014/65/UE, à savoir l'article 68, alinéas 2 et 3, qui exige une telle coopération, se réfère lui aussi simplement à la notion de « surveillance ».

À l'article 116, point 5, la liste des motifs permettant à la CSSF de refuser de donner suite à une demande de coopérer à une enquête, une vérification sur place ou une activité de surveillance, est modifiée. À l'avenir, la coopération dans ce domaine ne pourra plus être refusée au motif qu'elle porterait atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'État luxembourgeois. Le nouveau libellé est conforme à l'article 83 de la directive 2014/65/UE.

Au niveau de l'article 116, point 9, et en ce qui concerne le nouveau paragraphe 7 qu'il ajoute à l'article 44-1 de la LSF, le Conseil d'État, tout en approuvant le choix des auteurs du projet de loi de se départir de la version française de la directive 2014/65/UE pour se rapprocher de la version anglaise, et d'ailleurs aussi de la version allemande, propose de le libeller comme suit :

« En ce qui concerne les instruments dérivés sur matières premières agricoles, la CSSF informe les instances publiques compétentes pour la surveillance, la gestion et la régulation des marchés agricoles physiques conformément au règlement (UE) n° 1308/2013 et coopère avec elles. »

Le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 117

L'article 117 entreprend un certain nombre de modifications à l'endroit de l'article 44-2 de la LSF qui couvre l'échange d'informations de la CSSF à l'intérieur de l'Union européenne et ceci pour tenir compte de certaines dispositions des articles 81, 82 et 83 de la directive 2014/65/UE.

Les modifications au dispositif actuellement en place, qui reste largement inchangé, ne donnent pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Article 118

L'article 118 amende l'article 44-3 de la LSF qui est consacré à l'échange d'informations de la CSSF avec des pays tiers pour tenir compte d'un certain nombre de dispositions figurant à l'article 88 de la directive 2014/65/UE. Le texte vise notamment à compléter la liste des autorités avec lesquelles la CSSF peut coopérer et à réserver l'application des dispositions de la loi modifiée du 2 août 2002 relative à la protection des personnes à l'égard du traitement des données à caractère personnel en cas de transfert de données à caractère personnel vers un pays tiers dans le cadre de la coopération couverte par l'article 44-3 de la LSF.

Comme le Conseil d'État l'a rappelé dans son deuxième avis complémentaire du 30 janvier 2018 sur le projet de loi n° 7024 portant mise

en œuvre du règlement (UE) 2015/751 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux commissions d'interchange pour les opérations de paiement liées à une carte, et portant modification (...) ¹⁰, le renvoi au respect de la loi précitée du 2 août 2002 est superflu, vu que cette loi s'applique nécessairement à tout traitement de données à caractère personnel tombant dans son champ d'application, sans qu'il y ait besoin de le rappeler. Il s'y ajoute que le 25 mai 2018, le règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données entrera en vigueur. Ce texte abroge la directive 95/46/CE dont la loi précitée du 2 août 2002 assure la transposition. Ce règlement européen, qui sera directement applicable dans l'ordre juridique interne des États membres, constitue une norme de rang supérieur par rapport à la loi nationale et aura, ici encore, de toute façon, vocation à s'appliquer.

Le texte proposé respectant par ailleurs le prescrit de la directive 2014/65/UE, le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 119

L'article 119 modifie l'article 45 de la LSF qui règle la compétence pour la surveillance des établissements de crédit et des entreprises d'investissement exerçant leurs activités dans plusieurs États membres.

En dehors d'un certain nombre d'adaptations de références, l'article 119, en son point 4, autorise la CSSF, à travers une modification du paragraphe 5 de l'article 45 de la LSF, à accéder directement aux enregistrements visés à l'article 37-1, paragraphes 6 et *6bis*, auprès des succursales établies dans un autre État membre par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement de droit luxembourgeois. Cette disposition complète la transposition de l'article 16, paragraphe 11, alinéa 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. Elle constitue un complément à la disposition figurant depuis 2007 à l'article 45, paragraphe 5, alinéa 1^{er}, de la LSF, disposition qui oblige la CSSF à faire respecter par les succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement agréés dans un autre État membre l'obligation d'enregistrement de leurs transactions telle que prévue à l'article 37-1 de la LSF. Le dispositif étant correctement transposé dans la loi luxembourgeoise, le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 120

L'article 120 est destiné à assurer la transposition de certains points de l'article 86 de la directive 2014/65/UE moyennant des précisions apportées au libellé de l'article 46, paragraphes 1^{er} et 2, de la LSF.

Le Conseil d'État note que les informations que la CSSF devra transmettre à la Commission européenne et à l'AEMF, lorsqu'elle adopte des mesures à l'endroit d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement originaire d'un autre État membre ayant établi une succursale au Luxembourg qui persiste à enfreindre les dispositions de la LSF, devront l'être « sans délai excessif » là où la législation actuellement

¹⁰ Doc. parl. n° 7024¹².

en vigueur prévoit que la transmission de l'information s'opère « sans délai ». Si le Conseil d'État peut s'accommoder de ce libellé, qui n'est pas fait pour augmenter la précision du dispositif, tel n'est le cas que parce que cette formulation reste strictement conforme à celle de la directive 2014/65/UE.

Article 121

Sans observation.

Article 122

L'article 122 adapte, au niveau de l'article 52 de la LSF, le dispositif de tenue et de publication des listes officielles des établissements de crédit et des autres catégories de professionnels du secteur financier, listes qui à l'avenir seront exclusivement publiées sur le site internet de la CSSF.

Le Conseil d'État demande aux auteurs du projet de loi d'assurer la transposition complète de l'article 5, paragraphe 3, de la directive 2014/65/UE, en incluant à l'article 52, paragraphe 1^{er}, alinéa 1^{er}, de la LSF l'obligation pour la CSSF de mettre à jour, sur une base régulière, la liste dont il y est question.

L'article 122, qui est conforme par ailleurs au prescrit de la directive 2014/65/UE, n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Article 123

L'article 123 modifie l'article 53, paragraphe 1^{er}, de la LSF qui est consacré aux pouvoirs de la CSSF. Il s'agit de transposer certaines dispositions de l'article 69 de la directive 2014/65/UE, en incluant notamment plusieurs références au règlement (UE) n° 600/2014 et en adaptant la liste des pouvoirs de la CSSF pour transposer les dispositions de l'article 69, paragraphe 2, lettres q), s), t), et u), de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État constate que le texte proposé épouse étroitement les contours du prescrit de l'article 69 de la directive 2014/65/UE. Il suscite de la part du Conseil d'État les mêmes observations que celles qu'il a formulées à l'endroit de l'article 45 du projet de loi qui dote la CSSF d'un catalogue de pouvoirs spécifiques à la surveillance des marchés financiers et participe à la transposition de l'article 69 de la directive 2014/65/UE. Il est renvoyé à ces observations.

Article 124

L'article 124 adapte le libellé de l'article 54 de la LSF, qui couvre les relations entre la CSSF et les réviseurs d'entreprises, à l'article 77 de la directive 2014/65/UE. Les obligations d'information de la CSSF que la disposition en question met à charge des réviseurs d'entreprises restent, dans leur substance, les mêmes que celles qui s'appliquent à l'heure actuelle.

Si les auteurs du projet de loi s'écartent sur des points mineurs du libellé de la directive 2014/65/UE, le prescrit de la directive est cependant respecté, de sorte que le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 125

L'article 125 transpose l'article 75 de la directive 2014/65/UE. Il modifie à cet effet l'article 58 de la LSF qui a trait aux réclamations de la clientèle en complétant le dispositif qui y figure actuellement par des dispositions relatives au règlement sur une base extrajudiciaire des litiges entre les entités surveillées par la CSSF et leurs clients. Ainsi, la CSSF sera à l'avenir l'autorité compétente pour régler sur une base extrajudiciaire les litiges portant sur les droits et obligations institués par la LSF conformément aux dispositions du livre 4 du Code de la consommation qui traite précisément du règlement extrajudiciaire des litiges de consommation. Dans ce contexte, la CSSF sera par ailleurs appelée à coopérer avec les autorités des autres États membres en charge du règlement extrajudiciaire des litiges visés.

L'article 125 n'appelle pas d'autre observation de la part du Conseil d'État.

Article 126

L'article 126 modifie l'article 58-1 de la LSF, article qui est consacré au signalement des infractions. Il s'agit en l'occurrence de transposer l'article 73, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE.

En l'occurrence, se trouve plus spécifiquement visé le signalement des infractions en externe, c'est-à-dire à la CSSF. Concernant le dispositif qui est mis en place, il devra remplir un certain nombre de conditions minima, parmi lesquelles la nécessité d'assurer une protection appropriée pour le personnel qui signale des violations à l'intérieur des entités visées.

Le Conseil d'État constate que le texte transpose tant les dispositions de l'article 71, paragraphes 1^{er} et 2, de la directive 2013/36/UE, que celles de l'article 73, paragraphe 1^{er}, de la directive 2014/65/UE. Dans cette perspective, le texte proposé, lorsqu'il énumère les conditions minima que les dispositifs mis en place doivent remplir, s'écarte du texte de la directive 2014/65/UE pour en rester à celui de la directive 2013/36/UE. Le Conseil d'État ne voit pas d'inconvénient à cette façon de procéder qu'il approuve, vu qu'elle respecte la substance du prescrit de la directive 2014/65/UE.

Article 127

L'article 127 introduit un nouvel article 63-2*bis* dans la LSF en vue de la mise en place du régime spécifique de sanctions et de mesures administratives prévu par l'article 70 de la directive 2014/65/UE qui enjoint aux États membres de déterminer un régime de règles relatives aux sanctions et mesures administratives applicables en cas de violation de la directive ou du règlement (UE) n° 600/2014.

Le dispositif proposé couvre en fait une longue liste de violations des dispositions de la LSF en relation avec la fourniture de services d'investissement, l'exercice d'activités d'investissement ou la fourniture de services de communication de données, ce qui permet de transposer sur ce point la directive 2014/65/UE. Les violations des dispositions du règlement (UE) n° 600/2014, quant à elles, seront sanctionnées à travers l'article 47, paragraphe 2, du projet de loi. Les deux dispositifs figurant à l'article sous

revue et à l'article 47 du projet de loi sont par ailleurs structurés de la même façon.

L'article 63-2*bis* s'ajoute à la liste déjà longue des dispositifs de sanction de comportements non conformes à la loi dans le domaine financier éparpillés sur de multiples textes. En l'occurrence, le dispositif sera directement intégré à la LSF à la suite du régime de sanction général figurant à l'article 63 et des régimes de sanction plus spécifiques des articles 63-1 et 63-2 de la LSF. Le nouveau régime spécifique s'appliquera par ailleurs sans préjudice du régime général avec lequel il se recoupe en partie.

Les paragraphes 1^{er}, 2 et 3 prévoient les comportements qui seront sanctionnables, le paragraphe 4 étant consacré aux sanctions qui s'appliqueront.

Les comportements que la CSSF pourra sanctionner sont en l'occurrence définis de façon précise et conforme au principe de la légalité des incriminations avec des références détaillées aux articles de la LSF qui reprennent les comportements afférents. Les auteurs du projet de loi ont en cela suivi la méthode utilisée par le législateur européen. Ils ont par ailleurs reproduit, au paragraphe 4, le catalogue des sanctions prévu par la directive 2014/65/UE. Le prescrit de la directive étant ainsi respecté, le Conseil d'État n'a pas d'observation supplémentaire à formuler dans cette perspective.

D'après l'article 70, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la directive 2014/65/UE, les États membres peuvent décider de ne pas fixer de régime de sanctions administratives pour les violations qui relèvent déjà du droit pénal national. Les auteurs du projet de loi ont renoncé de s'engager dans cette voie en instaurant un système de sanctions et de mesures administratives au paragraphe 2 du nouvel article 63-2*bis* qui couvre l'exercice d'un certain nombre d'activités sans les agréments ou les autorisations requis, comportements qui par ailleurs sont, en partie du moins, sanctionnables pénalement à travers l'article 64, paragraphe 1^{er}, de la LSF tel qu'il est reformulé par l'article 131 du projet de loi. Lors de l'application des différents dispositifs, les instances concernées risquent dès lors de se trouver en porte-à-faux par rapport au principe du « *non bis in idem* ». L'éventuel non-respect de ce principe présuppose que les sanctions prévues qui se trouvent en concurrence, c'est-à-dire également celles qui sont qualifiées d'administratives par un texte de loi, revêtent une nature pénale et que les procédures afférentes constituent une « accusation en matière pénale » au sens de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, ce qui n'est pas exclu en l'occurrence, vu la lourdeur des sanctions administratives qui peuvent être imposées.

Le Conseil d'État renvoie encore, dans ce contexte, à son avis du 15 décembre 2017 concernant le projet de loi portant notamment transposition des dispositions de la directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme¹¹. Dans l'avis en question, le Conseil d'État s'était exprimé comme suit :

¹¹ Avis du Conseil d'État du 15 décembre 2017 sur le projet de loi portant 1. transposition des dispositions de la directive (UE) 2015/849 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme,

« L'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, qui s'applique en l'espèce, prévoit en effet que « Nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi ».

En l'état actuel de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, l'article 50 de la Charte ne s'oppose pas à ce qu'un État membre impose une combinaison de sanctions administratives et pénales. Ces sanctions peuvent donc prendre la forme de sanctions administratives, de sanctions pénales ou d'une combinaison des deux. Ce n'est que lorsque la sanction administrative risque de revêtir, comme en l'occurrence, un caractère pénal, au sens de l'article 50 de la Charte, et est devenue définitive, que ladite disposition s'oppose à ce que des poursuites pénales pour les mêmes faits soient diligentées contre une même personne¹². »

Pour ce qui est du paragraphe 4, point 3, de l'article 63-2*bis*, le Conseil d'État se demande si la liste des entités qui peuvent être sanctionnées à ce titre est complète. Les auteurs se sont en effet limités, en ce qui concerne les opérateurs d'une plate-forme de négociation, à l'opérateur de marché autorisé à exploiter un MTF ou un OTF, ce qui exclurait, si la lecture que le Conseil d'État fait de la disposition est correcte, l'opérateur de marché qui exploite un marché réglementé qui est d'ailleurs expressément visé par le texte de la directive. Le texte serait dès lors, le cas échéant, à compléter sur ce point. Il pourrait se référer aux « opérateurs d'une plate-forme de négociation », ce qui engloberait l'ensemble des entités qui peuvent être visées par la disposition. Ensuite, la sanction devrait résider non pas dans le lancement d'une procédure en vue du retrait ou de la suspension de l'agrément, mais bien dans le retrait et la suspension de cet agrément. Au point 4, le Conseil d'État suggère de même de substituer la notion d'« opérateur d'une plate-forme de négociation » à celle d'« opérateur de marché » utilisée par les auteurs du projet de loi.

Le Conseil d'État insiste enfin à ce que l'article 63-5 de la LSF, qui porte sur le droit de recours, soit complété pour tenir compte de l'introduction du nouvel article 63-2*bis*.

Article 128

L'article 128 ajuste le champ d'application du régime de publication des sanctions administratives prévu à l'heure actuelle à l'article 63-3 de la LSF pour le ramener aux sanctions imposées en vertu des articles 63-1 et 63-2 de la LSF, et cela en raison de l'introduction à l'article 129 du projet de loi d'un régime spécifique de publication des sanctions imposées en vertu de l'article 63-2*bis* nouveau.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 2005/60/CE du Parlement européen et du Conseil et la directive 2006/70/CE de la Commission ayant trait aux obligations professionnelles en matière de lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme et aux pouvoirs des autorités de contrôle ; 2. mise en œuvre du règlement (UE) 2015/847 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 sur les informations accompagnant les transferts de fonds et abrogeant le règlement (CE) n° 1781/2006 ; 3. modification de : (...) (doc. parl. n° 7128⁶).

¹² CJUE, arrêt du 26 février 2013, *Hans Åkerberg Fransson*, aff. C-617/10, points 33 à 36.

Article 129

L'article 129 introduit, à travers un nouvel article 63-3*bis* de la LSF, un régime spécifique de publication des sanctions imposées sur la base de l'article 63-2*bis* nouveau de la LSF et cela pour satisfaire aux dispositions de l'article 71 de la directive 2014/65/UE concernant la publication des décisions.

Il s'agit en l'occurrence du même dispositif que celui figurant à l'article 49 du projet de loi. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant cette disposition. Par ailleurs, et dans le sillage de ses observations y formulées concernant l'opportunité qu'il y aurait de retarder la publication des sanctions jusqu'au moment de l'épuisement des voies de recours, le Conseil d'État note que le régime de publication des sanctions administratives de l'article 63-3 prévoit que la CSSF publie sur son site internet les sanctions administratives qui ont acquis force de chose décidée ou force de chose jugée. Ceci dit, les auteurs du projet de loi n'ont fait que reproduire en l'occurrence le texte de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État constate encore que les auteurs du projet de loi n'ont pas transposé l'alinéa 2 du paragraphe 4 de l'article 70 de la directive 2014/65/UE aux termes duquel les autorités compétentes fournissent chaque année à l'AEMF des données anonymisées et agrégées concernant l'ensemble des enquêtes pénales menées et les sanctions pénales infligées dans le domaine sous revue. Le Conseil d'État peut s'en accommoder dans la mesure où le législateur européen semble avoir visé l'hypothèse où le législateur national renonce à prévoir des sanctions administratives pour les comportements qui sont déjà pénalement sanctionnés.

Le prescrit de la directive étant respecté, le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Article 130

Sans observation.

Article 131

L'article 131 modifie le dispositif pénal figurant à l'article 64, paragraphe 1^{er}, de la LSF pour y ajouter des références à certaines dispositions de la LSF introduites par le projet de loi. Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 127 et ne formule pas d'autre observation.

Articles 132 à 137

Les articles 132 à 137 ont pour objet d'apporter des modifications aux annexes de la LSF afin d'en adapter le contenu à celui des annexes de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État constate qu'à l'article 133 du projet de loi, qui remplace à l'annexe II la liste des instruments financiers, les auteurs du projet de loi ont repris, pour les contrats à terme, à la lettre le texte de la directive 2014/65/UE dans les cas où celui-ci vise les contrats à terme ferme

(« futures ») et les contrats à terme ferme (« forwards »). Par contre, et dans les cas où la directive vise simplement les contrats à terme tout court, les auteurs du projet de loi se sont départis du texte de la directive pour se référer uniquement aux contrats à terme ferme (« futures »). Le Conseil d'État peut s'accommoder de cette approche, vu qu'elle est conforme à la version anglaise de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État ne formule pas d'autre observation.

Section II – Modifications de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier

Article 138

L'article 138 est destiné à tenir compte, au niveau de l'article 24 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier, de l'introduction des OTF.

La disposition ne donne pas lieu à observation de la part du Conseil d'État.

Section III – Modification de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière

Article 139

L'article 139 modifie l'article 13 de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière en vue de la transposition de l'article 16, paragraphe 10, de la directive 2014/65/UE. Le Conseil d'État note que le non-respect du dispositif introduit à l'article 13, alinéa 4, est sanctionné par le nouvel article 63-2bis, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, et cela sans préjudice des dispositions de l'article 63 de la LSF.

En ce qui concerne le libellé de la disposition, le Conseil d'État relève que les auteurs du projet de loi ont choisi de se référer, non pas à la conclusion d'« un contrat de garantie financière avec transfert de propriété », mais à la conclusion d'« un transfert de propriété à titre de garantie », ce qui est toutefois conforme à la terminologie de l'article 13 dans sa formulation actuelle et ne nuit pas à la transposition correcte du texte de la directive 2014/65/UE. Par ailleurs, telle que la phrase est construite, il convient d'écrire « en vue de garantir ses obligations ».

Le Conseil d'État n'a pas d'autre observation à formuler.

Article 140

L'article 140 introduit un nouvel article 13-1 à la loi précitée du 5 août 2005 pour transposer l'article 6 de la directive déléguée (UE) 2017/593 précitée. La disposition a trait à un ensemble de procédures que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement doivent respecter avant de recourir à un transfert de propriété à titre de garantie.

Le prescrit de la directive déléguée (UE) 2017/593 étant respecté, le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Section IV – Modification de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances

Article 141

L'article 141 vise, à travers une modification de l'article 8 de la loi modifiée du 7 décembre 2015 sur le secteur des assurances, à étendre la coopération entre le CAA et la CSSF à la « surveillance » en règle générale. À l'heure actuelle, cette coopération est limitée à la « surveillance prudentielle ». Ce changement d'approche serait nécessaire pour tenir compte de l'article 68, alinéas 2 et 3, de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État renvoie à ses observations concernant l'article 116, point 4, du projet de loi.

Article 142

L'article 142, en modifiant l'article 89, paragraphe 1^{er}, de la loi précitée du 7 décembre 2015, assurerait la transposition complète de l'article 59, paragraphe 3, de la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (solvabilité II) et assurerait la cohérence avec des modifications opérées, par le projet de loi sous revue, à l'endroit de certaines dispositions de la LSF.

Le Conseil d'État ne formule pas d'observation.

Section V – Modification de la loi du 15 mars 2016 relative aux produits dérivés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux et modifiant différentes lois relatives aux services financiers

Article 143 et 144

Le dispositif proposé complète la loi du 15 mars 2016 relative aux produits dérivés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux et modifiant différentes lois relatives aux services financiers. Il permettra à la CSSF d'accorder, pendant une période transitoire, des exemptions en matière de compensation et d'exigence de marge établies dans le règlement (UE) n° 648/2012 pour certains contrats relatifs à des produits dérivés sur produits énergétiques, régime qui est prévu par l'article 95 de la directive 2014/65/UE.

Le Conseil d'État n'a pas d'observation à formuler.

Chapitre II – Dispositions abrogatoires diverses

Article 145

Sans observation.

Article 146

L'article 146 prévoit que la Société de la Bourse de Luxembourg S.A. est réputée avoir obtenu les agréments et autorisations nécessaires couvrant ses opérations d'opérateur d'un marché réglementé agréé au Luxembourg et

en relation avec l'exploitation de différents marchés. Il s'agirait d'écartier toute insécurité juridique concernant le statut de la Société de la Bourse de Luxembourg S.A. et des marchés qu'elle gère. La disposition est en fait reprise de l'article 175 de la loi modifiée du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers que l'article 145 abroge. Il s'agissait, à l'époque, d'accompagner le passage de la Société de la Bourse de Luxembourg S.A. d'un régime de concession vers le nouveau régime d'agrément des marchés réglementés.

Le Conseil d'État note que cette disposition est superfétatoire, dans la mesure où la loi précitée du 13 juillet 2007 a épuisé sur ce point ses effets par la réalisation de l'objet pour lequel elle a été conçue en relation avec la migration de la Société de la Bourse de Luxembourg S.A. d'un régime de concession vers un régime d'agrément. La Société de la Bourse de Luxembourg S.A. continue à disposer de l'agrément nécessaire à l'exercice de ses activités.

Article 147

L'article 147 prévoit que la loi en projet entrera en vigueur le 3 janvier 2018, date prévue par l'article 93, paragraphe 1^{er}, alinéa 2, de la directive 2014/65/UE pour l'application par les États membres des dispositions de la directive. En raison de la complexité de la matière et du processus de transposition, la date de mise en vigueur des nouveaux dispositifs, qui initialement était fixée au 3 janvier 2017, a dû être reportée. En l'occurrence, le retard avec lequel le projet de loi afférent sera adopté par la Chambre des députés fera que la clause d'entrée en vigueur comportera une rétroactivité.

Le Conseil d'État note que la directive 2014/65/UE est destinée à renforcer la protection du client et crée des droits dans son chef. Tous les clients dans tous les États membres de l'Union européenne doivent bénéficier, à partir du 8 janvier 2018, du nouveau dispositif de protection. Dans cette perspective, l'application rétroactive pourrait être justifiée par l'obligation des États membres de l'Union européenne de reconnaître aux clients des établissements de crédit et des entreprises d'investissement les droits qui leur sont conférés par la directive et par la nécessité d'assurer l'application uniforme du droit de l'Union européenne. Le maintien, au Luxembourg, du régime ancien, pour une période allant du 8 janvier 2018 jusqu'au moment de l'adoption de la nouvelle loi par la Chambre des députés et sa mise en vigueur selon les règles normales, placerait les opérateurs actifs au Luxembourg dans une situation privilégiée par rapport aux opérateurs des autres États membres, ce qui serait contraire, encore une fois, à l'application uniforme du droit européen.

D'un autre côté, le Conseil d'État a du mal à concevoir que le non-respect du délai de transposition de la directive soit rattrapé, pour ainsi dire, par une application rétroactive de la loi de transposition. Par ailleurs, et comme le Conseil d'État vient de le rappeler, la loi en projet crée des droits dans le chef des clients des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Parallèlement, le non-respect des obligations correspondantes des établissements de crédit et des entreprises d'investissement peut être sanctionné par la CSSF. Certaines des obligations mises à la charge des établissements de crédit et des entreprises d'investissement sont par ailleurs sanctionnées pénalement. Or, d'après le

principe de la non-rétroactivité des peines, l'application rétroactive de dispositions à caractère pénal au détriment du justiciable est proscrite. Le fait que, d'après les informations dont dispose le Conseil d'État, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement auraient largement anticipé la mise en place des nouveaux dispositifs qui seraient dès lors déjà opérationnels, ne change rien à ce constat. Le Conseil d'État ne saurait par ailleurs préjuger de la position que pourra prendre le juge luxembourgeois à l'occasion d'un litige.

Article 148

Sans observation.

Observations d'ordre légistique

Observations générales

Pour caractériser les énumérations, il est fait recours à des numéros suivis d'un exposant « ° » (1°, 2°, 3°,...), eux-mêmes éventuellement subdivisés en lettres minuscules suivies d'une parenthèse fermante (a), b), c),...). Cette observation vaut tant pour l'intitulé que pour le dispositif de l'acte en projet sous avis. En procédant de cette manière, les renvois à l'intérieur du dispositif sont à adapter en conséquence.

Il n'est pas indiqué de faire figurer des abréviations ou de mettre des termes ou des références entre parenthèses dans le dispositif.

En ce qui concerne les montants d'argent, les tranches de mille sont séparées par une espace insécable (ex. : 200 000 000 euros).

Lorsqu'un règlement européen a subi une modification, il est de mise de compléter son intitulé par les termes « , tel que modifié ». Partant, il y a lieu d'écrire à l'article 1^{er}, point 3, « 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, tel que modifié », à l'article 1^{er}, point 10 « règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, tel que modifié », à l'article 1^{er}, point 24 « règlement (UE) n° 1308/2013 du Parlement européen et du Conseil du 17 décembre 2013 portant organisation commune des marchés des produits agricoles et abrogeant les règlements (CEE) n° 922/72, (CEE) n° 234/79, (CE) n° 1037/2001 et (CE) n° 1234/2007 du Conseil, tel que modifié », et à l'article 2, paragraphe 11, « règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, tel que modifié ».

Intitulé

L'intitulé n'est pas à faire suivre d'un point final, étant donné que les intitulés ne forment pas de phrase.

Article 1^{er}

Au point 4, il convient, dans un souci de lisibilité, d'insérer les termes « et qui » entre les termes « émetteur étranger, » et « est admissible à la négociation ».

Au point 14, lettre b), le Conseil d'État rappelle que lorsqu'il est fait référence à un terme latin, celui-ci est à écrire en caractères italiques.

Article 4

Au paragraphe 3, point 2, il y a lieu de remplacer le terme « des » par l'article défini « les » pour écrire « y compris les principaux risques ».

Article 29

Au paragraphe 2, point 3, il y a lieu de signaler que lorsqu'un acte est cité, il faut veiller à reproduire son intitulé tel que publié officiellement, indépendamment de sa longueur, sauf s'il existe un intitulé de citation. Il y a, partant, lieu de citer correctement l'intitulé de la directive dont question en écrivant :

« directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE ».

Article 47

Au paragraphe 1^{er}, point 23, il faut écrire le terme « paragraphe » au singulier.

Au paragraphe 1^{er}, point 27, il convient d'écrire « paragraphes » au pluriel.

Article 49

Au paragraphe 3, alinéa 1^{er}, deuxième phrase, il convient d'écrire « douze » en toutes lettres.

Article 58

Au paragraphe 4, point 2, il y a lieu d'écrire :

« directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil, du 13 juillet 2009, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) (refonte) ».

Titre II

L'intitulé du titre sous avis est à libeller de la manière suivante :

« TITRE II – Dispositions modificatives, abrogatoires, transitoires et finales ».

Article 79

Au paragraphe 1^{er}, point 1, de l'article sous examen, il convient d'écrire « douze » en toutes lettres.

Article 83

Le déplacement d'articles, de paragraphes, de groupements d'articles ou d'énumérations, tout comme les changements de numérotation des différents éléments du dispositif d'un acte autonome existant, sont absolument à éviter. Ces procédés ont en effet pour conséquence que toutes les références aux anciens numéros ou dispositions concernés deviennent inexacts et nécessitent de ce fait une modification du dispositif comportant les articles renumérotés aux fins de remplacer chaque renvoi devenu erroné. L'insertion de nouveaux articles, paragraphes, points, énumérations ou groupements d'articles se fait en utilisant des numéros suivis des qualificatifs *bis*, *ter*, etc., tandis que la numérotation des dispositions initiales est à maintenir. Le Conseil d'État propose de numéroter le nouvel article 24-10 proposé en tant qu'article 24-9bis, tout en laissant la numérotation initiale inchangée.

Article 88

Il y a lieu d'indiquer avec précision et de manière correcte les textes auxquels il est renvoyé, en commençant par la partie et ensuite, dans l'ordre, le chapitre, la section et la sous-section. Ainsi, il faut écrire :

« **Art. 88.** Il est inséré à la suite de la partie I^e, chapitre 2, section 2, sous-section 3, de la même loi, une nouvelle sous-section 4, libellée comme suit (...) ».

À l'article 29-10, alinéa 1^{er}, point 1, le Conseil d'État renvoie à son observation relative à l'article 49 ci-dessus.

Article 90

L'article sous examen modifie l'article 32 de la LSF. Au paragraphe 5, deuxième phrase, de l'article en question, il y a lieu de se référer aux « personnes (...) soumises à des règles d'agrément et de surveillance équivalentes à celles de la présente loi. »

Article 129

À l'article 63-3bis, paragraphe 3, alinéa 1^{er}, de la LSF, il convient d'écrire « douze » en toutes lettres.

Chapitre II

L'intitulé du chapitre II est à libeller de la manière suivante :
« Dispositions abrogatoires, transitoires et finales ».

Articles 147 et 148

L'ordre des articles sous examen est à inverser, étant donné que l'article relatif à l'introduction d'un intitulé de citation précède celui relatif à la mise en vigueur.

Ainsi délibéré en séance plénière et adopté à l'unanimité des 19 votants, le 20 février 2018.

Le Secrétaire général,

s. Marc Besch

Le Président,

s. Georges Wivenes