

L'activité de conseil dans le domaine financier et économique : un aperçu des régimes réglementaires applicables

Par Pierre ALEXANDRE, Avocat à la Cour | Associate at Sedlo Law Firm

La place financière Luxembourgeoise propose un large éventail de services économiques, financiers et commerciaux à même de satisfaire les demandes les plus exigeantes des marchés financiers.

Au 31 décembre 2022, le marché des professionnels du secteur financier (ci-après «PSF») comptait 261 PSF dont 95 entreprises d'investissement au sein desquelles figure en particulier le statut de conseiller en investissement⁽¹⁾. C'est l'activité générale de conseil en matière économique et financière qui va nous intéresser plus précisément ici : très souvent en effet, les structures impliquant, par exemple, des véhicules ou fonds d'investissement luxembourgeois contiennent un «investment advisor» qui rend des services de conseil (advisory services) en relation avec l'acquisition ou la gestion d'actifs sous-jacents du véhicule.

En particulier dans les cas où un tel investment advisor doit être créé ou aurait déjà été créé au Luxembourg, les praticiens du droit luxembourgeois sont régulièrement amenés à examiner le régime juridique et réglementaire applicable à ces acteurs. Il s'agira alors notamment pour ces praticiens de se poser la question si les conseils fournis par un tel professionnel à son client doivent requérir un agrément à délivrer par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (ci-après la «CSSF») ou une autorisation d'établissement à délivrer par le Ministère de l'Economie.

Cet article a pour objet de mettre en lumière les différents régimes légaux qui sont susceptibles de s'appliquer dans le domaine du conseil financier, économique et commercial. Nous allons distinguer pour cela entre les cas et conditions d'application de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier (I) et les cas d'activité de conseil en dehors du contexte de la loi 1993 (II).

I. Le conseiller en investissement : application du régime de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier

A. Définition et notion du conseiller en investissement

L'article 1^{er}, 6^{onies} de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée (ci-après la «Loi de 1993») définit l'activité de conseil en investissement comme «la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à la demande de ce client, soit à l'initiative de l'établissement de crédit ou de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers». Il est important de s'arrêter sur cette définition car elle permet d'extraire des critères nous permettant de déterminer si l'activité fournie tombe dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993 relatif au conseiller en investissement (qui prévoit la nécessité d'un agrément et les conditions de capital social nécessaires). A l'examen de la définition figurant à l'article 1^{er}, 6^{onies} de la Loi de 1993, il apparaît que les critères de «recommandation personnalisée» et «d'instruments financiers» sont centraux afin d'apprécier si un professionnel fournit un conseil en investissement au sens de la Loi de 1993, ce qui impliquerait la nécessité de l'obtention d'un agrément à accorder par la CSSF.

1. Nécessité d'une «recommandation personnalisée»

Pour la CSSF, la recommandation personnalisée doit comporter deux éléments : (i) l'objet de la recommandation et (ii) son caractère personnalisé.⁽²⁾

a. L'objet de la recommandation personnalisée

Pour être susceptible de tomber dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993, la recommandation doit, selon les «Questions/Réponses relatives aux statuts de «PSF» - Partie II» (ci-après les «Questions/Réponses»), porter sur :
- la réalisation d'une opération d'achat, de vente, de souscription, d'échange, de remboursement, de détermination ou de prise ferme d'un instrument financier particulier ;
- l'exercice ou le non-exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier.

b. Caractère personnalisé de la recommandation

- Précisions de la CSSF

La CSSF, dans ses Questions/Réponses, établit qu'une recommandation est à considérer comme une «recom-

mandation personnalisée» lorsqu'elle est «adressée à une personne déterminée en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel ou de sa qualité de mandataire d'un investisseur ou d'un investisseur potentiel».

La CSSF précise également que «cette recommandation doit être présentée comme adaptée à cette personne ou être basée sur l'examen de la situation propre de cette personne».

- Précisions de l'AEMF

Un examen du «Supervisory briefing» portant sur le sujet «Comprendre la définition de la notion de conseil aux termes de la seconde Directive concernant les marchés d'instruments financiers» publié par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF,

«ESMA» en anglais) (ci-après le «Supervisory Briefing») fait apparaître que 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 (ci-après «MiFID II») établit une distinction entre la fourniture d'informations et la fourniture de conseils en précisant qu'une activité de conseil ne constituera un conseil en investissement que s'il s'agit d'une recommandation personnalisée⁽³⁾.

Une recommandation nécessite de la part du conseiller d'apporter un élément de suggestion implicite ou explicite. En effet, le conseil implique une recommandation quant à une ligne de conduite, qui peut être, ou est, présentée comme étant dans l'intérêt du client⁽⁴⁾.

A l'inverse, le fait pour le conseiller de ne procéder qu'à la fourniture d'informations objectives à son client ne correspond en l'espèce qu'à une simple déclaration factuelle d'éléments. A cet égard, le simple fait de donner des informations objectives sans faire de commentaire, de jugement de valeur ou de suggestion sur leur pertinence par rapport aux décisions qu'un investisseur pourrait prendre, n'est pas une recommandation⁽⁵⁾. Néanmoins, en pratique, certaines informations fournies par un professionnel à son client conduisent à des situations où il n'est pas aisé d'identifier si le conseil fourni est ou non un conseil en investissement.

Si un professionnel fournit des informations objectives à un client comme, par exemple, la liste des valeurs des actions ou des parts sociales d'une entreprise (pour autant que cette liste soit présentée sous une forme générale et ne fasse pas directement référence à un client particulier), une explication des termes et conditions d'un investissement ou encore une comparaison des avantages et des risques de différents types d'instruments financiers ou de catégories d'actifs (sans faire de comparaison entre des produits spécifiques, car cela pourrait donner lieu à une recommandation), on peut estimer que de telles informations ne constituent pas une recommandation personnelle⁽⁶⁾.

Or, si ces mêmes professionnels délivrent également des conseils à leurs clients tout au long d'un projet, et que l'issue du projet consiste en une opération d'achat ou de vente d'un instrument financier particulier, alors il pourra s'agir d'un conseil en investissement.

Prenons l'exemple d'un conseil en rachat d'entreprise : en pratique, cela revient pour un professionnel à conseiller un client à prendre le contrôle d'une entreprise, ce qui passera très certainement par l'acquisition d'instruments financiers procurant le contrôle de celle-ci. Dans un premier temps, le professionnel pourrait fournir une recommandation générale de rachat à son client, mais si, dans un second temps, une recommandation personnalisée était faite pour l'inciter à acquérir des actions, il y aurait, très certainement, un risque de tomber dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993.

2. Cas ne constituant pas une recommandation personnalisée

Au travers des Questions/Réponses⁽⁷⁾, la CSSF a tenu à clarifier quelque peu les débats en retenant de manière non exhaustive que :

- «Ne sont pas à considérer comme une activité de conseil en investissement au sens de (l'ancien) article 24⁽⁸⁾ de la Loi de 1993 :
- les recommandations concernant la structure d'un portefeuille (asset allocation) ;
- les recommandations à caractère général relatives aux instruments financiers qui sont diffusées par des canaux de distribution ou destinées au public ;
- la communication d'informations publiées par des sociétés ;
- la communication d'informations publiées dans la presse ;
- la simple explication des risques et avantages d'un ou de plusieurs instruments financiers déterminés ;
- la production de tableaux de classement de perfor-

mances d'instruments financiers par rapport à des indicateurs de référence publiés.»

Dans les Questions/Réponses, la CSSF clarifie également, comme développé plus haut, que lorsque les recommandations ne sont pas destinées à une personne particulière, qu'elles ne tiennent pas compte de la situation particulière d'une personne déterminée et que les instruments financiers qui font l'objet de ces recommandations n'ont pas été identifiés comme étant adaptés à un client particulier, il s'agit de recommandations générales destinées notamment à des canaux de distribution ou au public⁽⁹⁾. Ces recommandations générales sont en dehors du champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993 et ne requièrent pas d'agrément sur base de la Loi de 1993⁽¹⁰⁾.

3. Le conseil doit porter sur des «instruments financiers»

Comme indiqué ci-dessus, la Loi de 1993 prévoit qu'est conseiller en investissement le professionnel dont l'activité consiste à fournir des recommandations personnalisées à un client, soit de sa propre initiative, soit à la demande dudit client, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. Il résulte de cette définition qu'une recommandation personnalisée ne tombera dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993 que si celle-ci porte sur un instrument financier tel que défini à l'annexe II, section B de la Loi de 1993⁽¹¹⁾. Par conséquent, un conseil portant uniquement sur des prêts ne devrait à notre sens donc pas tomber dans le champ d'application de la Loi de 1993. A nouveau ici, le critère de la personnalisation du conseil peut avoir son influence : ainsi, si les conseils fournis en relation avec des instruments financiers sont génériques c'est-à-dire qu'ils ne se rapportent pas à un ou plusieurs investissements particuliers (par exemple lorsque le professionnel conseille à son client d'investir dans des obligations plutôt que dans des actions⁽¹²⁾), alors ce type de conseil ne constituerait pas un conseil en investissement au sens de la Loi de 1993⁽¹³⁾.

Dans le même sens, si le professionnel indique, par exemple, à son client qu'il serait préférable pour lui d'investir dans des actions par l'intermédiaire d'un organisme de placement collectif (ci-après «OPC») plutôt que d'investir directement lui-même dans des actions⁽¹⁴⁾, alors ce conseil portant sur un instrument financier sera à nouveau un conseil générique et ne sera pas considéré comme un conseil en investissement au sens de la Loi de 1993. Cependant, si après avoir orienté son client vers une classe d'actifs spécifiques, le professionnel lui indique dans quel instrument financier particulier il devrait investir au sein de cette classe d'actifs alors ce conseil sera considéré comme un conseil en investissement au sens de la Loi de 1993⁽¹⁵⁾.

Il résulte ainsi de ce qui précède qu'il peut en pratique être difficile de déterminer si l'activité fournie est une activité de conseil en investissement au sens de la Loi de 1993 ou non. Un examen approfondi au cas par cas peut donc s'avérer nécessaire.

B. Conséquences de la qualification de conseiller en investissement

1. L'exigence de l'agrément en tant qu'entreprise d'investissement

L'exercice du conseil en investissement est subordonné à l'obtention d'un agrément délivré par la CSSF. Le 30 juillet 2021, la loi du 21 juillet 2021, dite «loi agrément», est entrée en vigueur et a transféré à la CSSF, en lieu et place du Ministre des Finances, la compétence d'octroi, de refus et de retrait pour les agréments de certaines entités placées sous sa surveillance et notamment celle de conseiller en investissement. Lorsqu'un tel agrément est requis, les conditions légales à remplir et la procédure à suivre en vue de son obtention en tant qu'entreprise d'investissement sont fixées aux articles 13 à 23 de la Loi de 1993 (forme juridique, assises financières, actionariat, administration centrale et infrastructure, honorabilité et expérience professionnelle), ainsi qu'à l'article 24-5 (1) de la Loi de 1993. En pratique, l'obtention de l'agrément auprès de la CSSF et les obligations continues imposées aux conseillers en investissement après l'obtention de l'agrément sont relativement lourdes et coûteuses.

2. Le bénéfice du «passeport européen»

Une fois titulaire de l'agrément, le conseiller en investissement bénéficiera du passeport européen. Ce dernier permettra aux entreprises d'investissement, et donc aux conseillers en investissement ayant obtenu un agrément auprès de la CSSF, d'établir des succursales dans d'autres pays de l'Union Européenne et de l'Espace Economique Européen, ainsi que de commercialiser leurs produits et services dans ces mêmes pays. Malgré l'avantage du passeport européen, il n'en demeure pas moins que, comme indiqué plus haut, le statut de conseiller en investissement est soumis à des obligations réglementaires relativement lourdes, de sorte que les professionnels pourraient vouloir exercer des activités non soumises à un agrément requis en vertu de la Loi de 1993.

II. Les activités de conseil non-soumises à un agrément en vertu de la Loi de 1993

A) Les activités de conseiller en investissement réalisées uniquement en intra-groupe

La Loi de 1993 autorise un conseiller en investissement à exercer une activité de conseil sans être soumis à un agrément, en vertu de l'article 24-5 de la Loi de 1993, à condition que le conseiller en investissement fournisse des conseils uniquement à un groupe d'entreprises auquel il appartient⁽¹⁶⁾.

En pratique, la question qui se pose est celle relative à la notion de «groupe d'entreprises». En effet, il convient de se demander à partir de quand un conseiller en investissement et une entreprise appartiennent au même groupe ?

Les définitions de «filiale» et «d'entreprise mère» de la Loi de 1993 renvoient à l'article 4, paragraphe 1 point 15) et point 16) du règlement (UE) n°575/2013 qui, lui-même, nous redirige vers les articles 1 et 2 de la directive 83/349/CEE relative aux comptes consolidés. Cette dernière ayant elle-même été abrogée par la Directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 relative aux états financiers annuels, aux états financiers consolidés et aux rapports y afférents de certaines formes d'entreprises (ci-après la «Directive 2013/34/UE»).

L'article 22 de la Directive 2013/34/UE prévoit les critères qui permettent de déterminer sin lien de filiation entre deux entités peut être établi.

Ainsi, il en résulte qu'un lien de filiation mère-fille peut être établi notamment, mais sans s'y limiter, si (i) l'entreprise mère détient la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de la filiale, (ii) l'entreprise mère a le droit de nommer ou de révoquer la majorité des membres de l'organe d'administration, de gestion ou de surveillance de la filiale et est en même temps actionnaire ou associé de la filiale ou (iii) l'entreprise mère a le droit d'exercer une influence dominante sur la filiale dont elle est actionnaire ou associé, en vertu d'un contrat conclu avec celle-ci ou en vertu de clauses statutaires de celle-ci, lorsque le droit dont relève cette filiale permet qu'elle soit soumise à de tels contrats ou de telles clauses statutaires.

B) Le cas du conseil d'OPC ou de fonds d'investissement spécialisés

Dans la matière spécifique des fonds d'investissement, la CSSF a publié le 10 janvier 2013 le communiqué de presse n°13/02 afin d'alerter les conseillers d'OPC, au sens de la loi de 2010, et de fonds d'investissement spécialisés (ci-après «FIS»), au sens de la loi de 2007, de l'entrée en vigueur de la loi du 21 décembre 2012 portant transposition de la directive 2010/78/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 (ci-après la «Loi de 2012»).

La Loi de 2012 a tracé une frontière relativement claire entre l'activité de conseil en investissement et les activités de conseil non réglementées en vertu de la Loi de 1993. Elle modifie notamment la Loi de 1993 en retirant les conseillers d'OPC et de FIS de la liste de l'article 1-1 (2) de la Loi de 1993 (liste qui énumère les entités restant en dehors du champ d'application de la Loi de 1993 et ne nécessitant, par conséquent, pas d'agrément en vertu de cette même loi).

Dans un autre communiqué de presse n°13/12 du 6 mars 2013, (ci-après le «Communiqué de Presse»), la CSSF tire les conséquences logiques de l'apport de la Loi de 2012, en précisant et confirmant que si un conseiller d'OPC ou de FIS fournit des conseils en dehors du groupe d'OPC ou de FIS auquel ils appartiennent, alors le conseiller devra obtenir un agrément car il tomberait dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993.

A contrario néanmoins, il en résulterait que si un tel conseiller d'OPC ou de FIS fournissait uniquement des conseils à un groupe d'OPC ou de FIS dont ils feraient tous partie, le conseiller n'aurait pas besoin d'être agréé en vertu de l'article 24-5 de la Loi de 1993.

C) Conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et conseils et des services dans le domaine de la fusion et du rachat d'entreprises

1. Notion

Le point 3 de la Section C de l'annexe II de la Loi de 1993 (qui liste les «services auxiliaires» aux activités réglementées par la Loi de 1993) mentionne, comme services auxiliaires, la fourniture de conseils aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes et les conseils et services dans le domaine de la fusion et du rachat d'entreprises (ci-après désignés, par commodité, les «Conseils Auxiliaires»).

Suite en page de droite

