

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 nécessaire). 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

Suite page de gauche

Contrairement aux conseillers en investissement, les professionnels fournissant des Conseils Auxiliaires opèrent à la marge de la sphère régulée car la seule prestation de ce service auxiliaire ne devrait à notre sens pas requérir d'agrément, et ce notamment sur base de l'article 15 (3) de la Loi de 1993. La dernière phrase de cette disposition précise en effet que «... L'agrément en tant qu'entreprise d'investissement ne peut pas être accordé pour la seule prestation de services auxiliaires».

Cette disposition, en raison de sa formulation quelque peu alambiquée, n'indique pas explicitement que la fourniture des seuls Conseils Auxiliaires est exemptée de l'agrément. Cependant par un raisonnement *a contrario*, l'on peut en effet argumenter que si la CSSF «refusait» l'octroi d'un agrément en tant qu'entreprise d'investissement pour la seule prestation de Conseils Auxiliaires, alors la seule prestation de tels Conseils Auxiliaires ne nécessiterait pas d'agrément. Cela semble d'ailleurs être la position prise par l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après «AMF») en France.

Les professionnels fournissant des Conseils Auxiliaires peuvent néanmoins être confrontés à une incertitude lorsqu'ils tentent de déterminer s'ils fournissent ou non des conseils en investissement (qui eux, seraient soumis à agrément). Cela nous conduit donc à nous interroger sur les frontières existantes entre ces deux activités.

2. Critères de distinction fixés par l'ESMA

Comme recommandé par l'AEMF dans son Supervisory Briefing, il convient essentiellement de tenir compte de l'objectif poursuivi par le client afin de faire la distinction entre le conseiller en investissement et le professionnel fournissant des Conseils Auxiliaires. L'AMF, a en outre, également communiqué sa vision concernant les distinctions à opérer en la matière laquelle pourrait servir à une interprétation similaire en droit luxembourgeois.

a. Objectif entrepreneurial (ou industriel) vs. objectif patrimonial

En pratique, lorsque l'objectif principal du client est de nature industrielle, stratégique ou entrepreneuriale comme dans le cas où, par exemple, une entreprise souhaite acheter des actions d'une autre entreprise parce qu'elle veut reprendre ses actifs ou étendre sa production à de nouvelles branches, alors le conseil fourni est un Conseil Auxiliaire (non soumis à agrément)⁽¹⁷⁾. Au contraire, lorsque l'objectif principal du client est de nature patrimoniale, c'est à dire qu'il cherche à générer un rendement financier sur un investissement, ou encore à se couvrir contre un risque, alors le conseil fourni est un conseil en investissement (soumis à agrément)⁽¹⁸⁾. Cependant, il existe des situations où le client aura d'une part un objectif industriel, stratégique, ou entrepreneurial et d'autre part un objectif patrimonial. En pareille situation, le professionnel doit réaliser une analyse *in concreto* de la demande de son client afin de déterminer si les conseils qu'il va lui proposer relèvent du conseil en investissement ou des Conseils Auxiliaires.

b. L'approche de l'AMF

A cet égard, il est intéressant de noter que les mêmes questions se posent en France puisque l'AMF s'est également penchée sur le sujet. L'annexe II de la Loi de 1993 ayant une origine «européenne» tirée de MiFID II, l'analyse assez détaillée et très intéressante de l'AMF pourrait, dans une certaine mesure, être pertinente également au Luxembourg. A travers sa position - DOC-2018-03 - relative au placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises, l'AMF tente ainsi de clarifier les débats. Dans cette position, l'AMF reprend les éléments de distinction de l'AEMF exposés ci-dessus et établit des critères afin de déterminer quel type de conseil le professionnel est fourni dans une situation où le client aura, d'une part, un objectif industriel et/ou entrepreneurial et, d'autre part, un objectif patrimonial.

- Analyse préalable différente du professionnel

En matière de conseil en investissement, il convient pour le professionnel de déterminer le profil de risque de son client, sa situation financière, sa capacité à subir des pertes, son expérience et ses connaissances en matière d'investissement, ce qui lui permettra ainsi d'émettre une recommandation personnalisée à son client. Le professionnel fournissant des Conseils Auxiliaires devra, quant à lui, analyser, notamment, le secteur sur lequel se place son client ainsi que ses évolutions mais, également les caractéristiques essentielles de ce client et ses récentes opérations, avec pour objectif de déterminer la nature du projet industriel et/ou entrepreneurial du client⁽¹⁹⁾. Cette analyse *in concreto* réalisée par le professionnel va ensuite avoir des effets au niveau de la réponse à apporter à son client.

- Réponses différentes du professionnel à son client

En effet, le conseiller en investissement cherche en principe des instruments financiers qui pourraient correspondre aux objectifs d'investissement de son client (comme par exemple un rendement régulier ou une exigence de liquidité), tandis que le professionnel

fournissant des Conseils Auxiliaires cherche, par exemple, pour son client des sociétés cibles ou des branches d'activité à acquérir, mais également de nouveaux investisseurs susceptibles d'être intéressés par le projet entrepreneurial de son client⁽²⁰⁾.

- Existence de termes et conditions négociés

De plus, l'AMF avance que l'existence d'une négociation (multi- ou bilatérale) pour la fixation des termes et conditions de l'opération peut être un élément déterminant pour clarifier les situations dans lesquelles le client aura, d'une part, un objectif industriel et/ou entrepreneurial et, d'autre part, un objectif patrimonial. En effet, le conseiller qui fournit des Conseils Auxiliaires assiste le client sur un projet dont les termes et les conditions seront définis à l'issue d'un processus itératif de négociation avec les contreparties sélectionnées jusqu'à ce qu'un accord soit trouvé sur la chose et le prix (nature et caractéristiques financières des instruments financiers, pactes sur la gouvernance, clause de garanties, conditions suspensives). Les conventions conclues *in fine* seront qualifiées de contrats de gré à gré.

En revanche, dans le conseil en investissement, le conseiller propose des instruments financiers dont les caractéristiques sont déterminées ou déterminables rapidement. Ces caractéristiques ne sont pas négociables : le contrat conclu (généralement un bulletin de souscription) sera qualifié de contrat d'adhésion⁽²¹⁾.

- Critère de l'intuitu personae

Enfin, l'AMF propose un dernier critère qui est celui de l'*intuitu personae*. A cet égard, dans le cas des activités de Conseils Auxiliaires, l'*intuitu personae* est fort, à la fois entre le client et son conseiller, mais aussi entre le client et les contreparties qui ont vocation à rencontrer, échanger et collaborer, le cas échéant.

Au contraire, dans le conseil en investissement, l'*intuitu personae* existant entre le client et son conseiller ne se retrouve généralement pas entre le client et l'entreprise à l'origine de l'offre d'investissement : l'investisseur s'intéressera principalement, dans une approche globale, à la marque, la bonne réputation ou l'historique de performances de ladite entreprise, à l'origine de l'offre d'investissement⁽²²⁾.

- En cas d'incertitude

Dans les situations où il est délicat, voire impossible, de déterminer avec certitude la nature de l'objectif recherché par le client car on retrouve à la fois un objectif patrimonial et un objectif stratégique, industriel ou entrepreneurial et que le champ d'activité du conseiller couvre les deux types de services et qu'aucun objectif ne l'emporte sur l'autre en importance, l'AEMF semble estimer que le client reçoit alors un conseil en investissement, accompagné peut-être simultanément d'un Conseil Auxiliaire⁽²³⁾.

Dans une vision luxembourgeoise, la présence d'un conseil en investissement (à côté de Conseils Auxiliaires) devrait alors entraîner, à notre sens, la nécessité d'un agrément, à moins qu'une exemption puisse s'appliquer. En tout état de cause, il serait prudent dans un tel cas de soumettre le cas précis à l'examen préalable de la CSSF afin d'éviter toute sanction potentielle. Il est à noter ici que bien qu'un professionnel fournissant uniquement des Conseils Auxiliaires ne doive pas obtenir un agrément auprès de la CSSF⁽²⁴⁾, il serait tout de même susceptible de devoir demander une autorisation d'établissement auprès du Ministre de l'Economie.

D) Le «conseil en économie», activité de conseil «non autrement réglementée»

a) La notion de conseil en économie

Jusqu'en 2018, l'activité de «conseil en économie» était définie à l'ancien article 2, 13° de la loi modifiée du 2 septembre 2011 réglementant l'accès aux professions d'artisan, de commerçant, d'industriel ainsi qu'à certaines professions libérales (ci-après la «Loi de 2011») comme étant le professionnel fournissant des services et des conseils en matière micro et macroéconomique ainsi qu'en gestion d'entreprise et toutes les prestations de services annexes ou complémentaires.

Une telle activité se caractérise par des prestations de conseil particulièrement variées dont l'objet consiste à conseiller et accompagner le client dans la réalisation de son projet entrepreneurial et/ou industriel comme, par exemple, l'acquisition ou la cession de sociétés ou de branches d'activité ou encore à l'occasion d'une levée de fonds. A ce titre, cette notion se rapproche *a priori* plus de la notion de Conseil Auxiliaire étudiée plus haut que du conseil en investissement soumis à agrément de la CSSF.

A l'instar du cas pour la distinction entre les Conseils Auxiliaires (non soumis à agrément) et le conseil en investissement (soumis à agrément), le même examen devrait à notre sens être opéré pour distinguer le conseil en économie du conseil en investissement et ce afin d'évaluer si un agrément à accorder par la CSSF est tout de même nécessaire ou non.

b) La suppression du statut réglementé de conseil en économie

La loi du 18 juillet 2018 portant modification de la Loi de 2011, précitée, a eu pour objectif d'adapter le régime des autorisations d'établissement au fonctionnement de l'économie moderne. Cette modification législative a conduit le législateur à supprimer notamment la condition tenant à la qualification professionnelle des personnes exerçant des «activités commerciales non autrement réglementées» (c'est-à-dire toutes les activités commerciales qui ne sont pas énumérées de manière distincte dans la Loi de 2011)⁽²⁵⁾. Elle a également eu comme conséquence de supprimer la catégorie de «conseil économique» en tant qu'activité réglementée⁽²⁶⁾. Ainsi, en abandonnant l'activité de «conseil économique» en tant que profession spécifiquement réglementée, ladite loi du 18 juillet 2018 assimila cette activité à une simple activité commerciale⁽²⁷⁾ et, de fait, supprima, pour le «conseil en économie», les conditions tenant à la qualification professionnelle.

c) Nécessité d'une autorisation d'établissement délivrée par le Ministre de l'Economie

La condition de la qualification professionnelle ayant été supprimée pour une «activité commerciale non autrement réglementée», l'exercice d'une telle activité ne nécessite désormais plus qu'une autorisation d'établissement pour services et activités commerciales délivrée par le Ministre de l'Economie. Ainsi, le professionnel fournissant du «conseil en économie» ne doit désormais répondre qu'aux conditions légales i) d'honorabilité professionnelle ii) de substance (car il doit disposer d'un établissement au Luxembourg) iii) de gestion effective et permanente de l'entreprise au Luxembourg et iv) de la tenue à jour de ses obligations fiscales et sociales⁽²⁸⁾. Tout cela en présumant bien entendu qu'après analyse, l'activité ne soit pas soumise à une exigence d'agrément de la part de la CSSF (ce qui sera le plus souvent le cas en pratique). Le professionnel qui exerce une simple activité de conseil

en économie est ainsi soumis à un formalisme beaucoup moins lourd que le conseiller en investissement qui, lui, devra obtenir un agrément auprès de la CSSF.

d) Exemptions de l'obligation d'obtenir une autorisation d'établissement

L'article 30 de la Loi de 2011 dispose que «les services qu'une entreprise fournit à d'autres entreprises appartenant au même groupe d'entreprises ne requièrent pas d'autorisation d'établissement.»

A cet égard, l'article 2 (23) de la Loi de 2011 définit la notion de groupe d'entreprises comme étant «l'ensemble des entreprises qui entretiennent entre elles l'une ou l'autre des relations suivantes :

- une entreprise a la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés d'une autre entreprise, ou
- une entreprise a le droit de nommer ou de révoquer la majorité des membres de l'organe d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise et est en même temps actionnaire ou associé de cette entreprise, ou
- une entreprise a le droit d'exercer une influence dominante sur une autre entreprise dont elle est actionnaire ou associé, en vertu d'un contrat conclu avec celle-ci ou en vertu d'une clause des statuts de celle-ci, lorsque le droit dont relève cette entreprise permet qu'elle soit soumise à de tels contrats ou clauses statutaires, ou
- une entreprise est actionnaire ou associé d'une autre entreprise et contrôle seule, en vertu d'un accord conclu avec d'autres actionnaires ou associés de cette autre entreprise, la majorité des droits de vote des actionnaires ou associés de celle-ci.»

Ainsi, un professionnel fournissant du «conseil en économie» à d'autres entreprises appartenant au même groupe d'entreprises, tel que défini plus haut, devrait en principe être exempté de l'exigence d'une autorisation d'établissement délivrée par le Ministre de l'Economie.

Autrement dit, un professionnel exerçant de telles activités (de nature intra-groupe) ne relèvera d'aucun statut ni d'aucune profession réglementée.

CONCLUSION

L'activité de conseil en investissement nécessite, en soi, l'obtention d'un agrément délivré par la CSSF sur base de l'article 24-5 de la Loi de 1993. L'obtention de cet agrément est soumise à des conditions relativement lourdes notamment en termes de substance et de fonctionnement courant. Néanmoins, certaines activités de conseil échappent à la définition du conseil en investissement (soumis à agrément) et se limitent à n'être soumises qu'à la nécessité de l'obtention d'une autorisation d'établissement délivrée par le Ministre de l'Economie, autorisation soumise à des conditions d'obtention et de fonctionnement moins lourdes.

Sous certaines conditions (notamment les activités intra-groupe), il sera possible pour un professionnel d'exercer une activité de conseil en dehors de toute sphère réglementée.

L'étude menée dans cet article fait ressortir clairement que le professionnel désirent rendre des services de conseil doit faire une évaluation précise des conseils qu'il souhaite fournir afin de déterminer si ces derniers pourraient entrer dans le champ d'application de l'article 24-5 de la Loi de 1993. En cas de doute ne pouvant être résorbé et au vu des possibles sanctions (notamment pénales), un tel professionnel aura tout intérêt à s'adresser à la CSSF pour obtenir confirmation que l'activité qu'il souhaite exercer sera ou non soumise à agrément.

1) Commission de Surveillance du Secteur Financier – Rapport d'activités 2022

2) CSSF : Questions/Réponses relatives aux statuts de «PSF» - Partie II Point 24

3) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.1 26.

4) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.1 27.

5) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.1 28.

6) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.1 32.

7) CSSF : Questions/Réponses relatives aux statuts de «PSF» - Partie II Point 24

8) Il est important de préciser que l'article 24 de la Loi a été abrogé par la Loi du 21 juillet 2021, néanmoins à notre avis les Questions/Réponses de la CSSF relatives au conseiller en investissement demeurent applicables.

9) CSSF : Questions/Réponses relatives aux statuts de «PSF» - Partie II Point 24

10) CSSF : Questions/Réponses relatives aux statuts de «PSF» - Partie II Point 24

11) 1. Valeurs mobilières.

2. Instruments du marché monétaire.

3. Parts d'organismes de placement collectif.

4. Contrats d'option, contrats à terme ferme («futures»), contrats d'échange, accords de taux futurs

(«forward rate agreements») et tous autres contrats dérivés relatifs à des valeurs mobilières, des monnaies, des taux d'intérêt ou des rendements, des quotas d'émission ou autres instruments

dérivés, indices financiers ou mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces.

5. Contrats d'option, contrats à terme ferme («futures»), contrats d'échange, contrats à terme ferme

(«forwards») et tous autres contrats dérivés relatifs à des matières premières qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties pour des

raisons autres qu'une défaillance ou autre incident provoquant la résiliation.

6. Contrats d'option, contrats à terme ferme («futures»), contrats d'échange et tous autres contrats

dérivés relatifs à des matières premières qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition

qu'ils soient négociés sur un marché réglementé, un MTF ou un

OTF, à l'exception des produits énergétiques de gros qui sont négociés sur un OTF et qui doivent être réglés par livraison physique.

7. Contrats d'option, contrats à terme ferme («futures»), contrats d'échange, contrats à terme ferme

(«forwards») et tous autres contrats dérivés relatifs à des matières premières qui peuvent être

réglés par livraison physique, non mentionnés par ailleurs au point 6, et non destinés à des fins

commerciales, qui présentent les caractéristiques d'autres instruments financiers dérivés.

8. Instruments dérivés servant au transfert du risque de crédit.

9. Contrats financiers pour différences («financial contracts for differences»).

10. Contrats d'option, contrats à terme ferme («futures»), contrats d'échange, accords de taux futurs

(«forward rate agreements») et tous autres contrats dérivés relatifs à des variables climatiques,

à des tarifs de fret ou à des taux d'inflation ou d'autres statistiques économiques officielles qui

doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties

pour des raisons autres qu'une défaillance ou autre incident provoquant la résiliation, de même

que tous autres contrats dérivés relatifs à des actifs, des droits, des obligations, des indices et des

mesures, non mentionnés par ailleurs à la présente section, qui présentent les caractéristiques

d'autres instruments financiers dérivés, en tenant compte de ce que, notamment, ils sont négociés

sur un marché réglementé, un OTF ou un MTF.

11. Quotas d'émission composés de toutes les unités reconnues conformes aux exigences de la

directive 2003/87/CE.»

12) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.2 49.

13) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.2 50.

14) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.2 57.

15) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.2 58.

16) Loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée - Article 1-1 (2) b)

17) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.6 100.

18) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.6 100.

19) AMF - Position - DOC-2018-03 - relative au placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises – point 2.2

20) AMF - Position - DOC-2018-03 - relative au placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises – point 2.2

21) AMF - Position - DOC-2018-03 - relative au placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises – point 2.2

22) AMF - Position - DOC-2018-03 - relative au placement non garanti, conseil en investissement et conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle, de fusions et de rachat d'entreprises – point 2.2

23) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.6 101.

24) ESMA: Supervisory Briefing on understanding the definition of advice under MiFID II, 3. 3.6 95.

25) Loi du 18 juillet 2018 portant modification de la loi modifiée du 29 juin 1989 portant réforme du régime des cabarets ; de la loi modifiée du 2 septembre 2011 réglementant l'accès aux professions d'artisan, de commerçant, d'industriel ainsi qu'à certaines professions libérales ; et de la loi du 23 décembre 2016 sur les ventes en soldes et sur trottoir et la publicité trompeuse et comparative – Article 2 (2)

26) Loi du 18 juillet 2018 portant modification de la loi modifiée du 29 juin 1989 portant réforme du régime des cabarets ; de la loi modifiée du 2 septembre 2011 réglementant l'accès aux professions d'artisan, de commerçant, d'industriel ainsi qu'à certaines professions libérales ; et de la loi du 23 décembre 2016 sur les ventes en soldes et sur trottoir et la publicité trompeuse et comparative – Article 2 (1)

27) Projet de loi n°7228 portant modification de la loi modifiée du 29 juin 1989 portant réforme du régime des cabarets ; de la loi modifiée du 2 septembre 2011 réglementant l'accès aux professions d'artisan, de commerçant, d'industriel ainsi qu'à certaines professions libérales ; et de la loi du 23 décembre 2016 sur les ventes en soldes et sur trottoir et la publicité trompeuse et comparative – Avis de la Chambre des Métiers – Page 3

28) Loi du 2 septembre 2011 réglementant l'accès aux professions d'artisan, de commerçant, d'industriel ainsi qu'à certaines professions libérales, Article 4