

Doctrine

LA FOURNITURE TRANSFRONTALIÈRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT DANS L'UNION EUROPÉENNE



SYLVIE DECOSTER¹

*Legal Counsel, Financial Services
and Markets Authority (FSMA)*

1. Dans l'Union européenne, la fourniture transfrontalière des services financiers en général, et des services d'investissement en particulier, est régie par les principes clés du marché unique européen que sont la reconnaissance mutuelle et le principe du contrôle par l'État membre d'origine (*Home country control*).

Eu égard à ces principes, les prestataires de services d'investissement relevant du droit d'un État membre de l'Accord sur l'Espace économique européen² bénéficient de la liberté d'établissement et de la liberté de prestation de services, respectivement consacrées aux articles 49 et 56 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Les règles applicables à la fourniture transfrontalière de services d'investissement dans l'Union européenne diffèrent donc selon que le prestataire de services d'investissement qui souhaite franchir les frontières pour offrir et fournir ses services dans un ou plusieurs États membres de l'Union européenne a pour État d'origine un État qui fait partie de l'Accord sur l'Espace économique européen (ci-après «*EEE*») ou un État qui n'en fait pas partie.

S'il relève du droit d'un État membre de l'Accord sur l'Espace économique européen (ci-après «*État membre*») et qu'il est agréé dans cet État pour la prestation de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement, il pourra bénéficier, moyennant conditions, d'un passeport européen. Ce passeport européen l'habilite à exporter les services et/ou activités d'investissement couverts par son agrément d'origine dans les autres États membres, soit dans le cadre du droit d'établissement, soit dans le cadre de la libre prestation de services et d'exercice d'activités d'investissement (*cf. infra*, chapitre 2).

Un tel passeport facilite considérablement les démarches des prestataires de services d'investissement qui souhaitent exporter leurs services et activités dans d'autres États membres de l'Union européenne puisque cela leur permet d'échapper à l'obtention d'agrèments dans

chaque État membre et à la contrainte de devoir démontrer auprès de chacune des autorités compétentes de ces États qu'ils remplissent bien les conditions d'accès à l'activité de prestation de services d'investissement.

Si ce prestataire ne relève pas du droit d'un État membre, il ne pourra pas bénéficier de l'application du principe de reconnaissance mutuelle. Il sera dans ce cas traité comme une entreprise de pays tiers et, de ce fait, soumis à des règles plus contraignantes d'accès à l'activité sur le territoire de l'Union européenne (*cf. infra*, chapitre 3).

2. Au niveau européen, la fourniture transfrontalière de services d'investissement est réglée dans 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 «*la directive MiFID II*») et dans le règlement (UE) n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 (ci-après «*règlement MiFIR*»). La directive MiFID II constitue une refonte partielle de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil (ci-après «*directive MiFID I*»), qui réglementait déjà la fourniture transfrontalière de services d'investissement, à tout le moins pour les entreprises relevant du droit d'un État membre.

Nous verrons également dans la présente contribution comment ces règles ont été transposées en droit belge.

3. Sans préjudice des exemptions prévues dans la directive MiFID II, seules les entreprises d'investissement et les établissements de crédit peuvent prêter des services d'investissement ou exercer des activités d'investissement

1. Les opinions exprimées par l'auteur le sont à titre personnel et n'engagent pas l'institution qui l'emploie.

2. L'Accord sur l'Espace économique européen regroupe les 27 États membres de l'Union européenne et trois des quatre États membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE), à savoir l'Islande, la Norvège et le Liechtenstein. L'accord assure le bénéfice des quatre libertés fondamentales aux ressortissants des États membres de cet Accord (libre circulation des marchandises, des services, des capitaux et des personnes).

dans l'Union européenne. Le vocable « entreprises d'investissement » utilisé ci-après désignera ces deux types de prestataires de services d'investissement.

Une autre précision préliminaire paraît utile : tout agrément délivré pour la prestation de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement peut également couvrir un ou plusieurs des services auxiliaires définis à l'article 4, (1), 3), de la directive MiFID II et répertoriés à la section B de l'Annexe I de cette directive. Il ne peut toutefois être délivré un agrément pour la seule prestation de services auxiliaires³. Chaque fois qu'il est question, dans le présent article, d'autorisation de prêter des services d'investissement et/ou d'exercer des activités d'investissement, il est sous-entendu qu'une telle autorisation porte également, le cas échéant, sur la prestation de services auxiliaires.

CHAPITRE 1. QU'EST-CE QU'UNE PRESTATION TRANSFRONTALIÈRE DE SERVICES D'INVESTISSEMENT ?

4. Avant d'examiner plus en détail les règles applicables aux prestations transfrontalières de services d'investissement, il convient d'appréhender cette notion. À l'ère de la globalisation des services financiers et vu l'aisance avec laquelle ces services peuvent désormais être prestés à distance, les investisseurs sont davantage amenés à être contactés ou à eux-mêmes solliciter des entreprises d'investissement étrangères, parfois même en dehors de l'Union européenne.

Nous verrons que la détermination de la personne à l'origine de la sollicitation joue un rôle primordial dans la définition d'une prestation transfrontalière de services d'investissement et que pour être en présence d'une telle prestation de services dans un autre État membre, l'entreprise doit avoir fait le choix, qu'il soit explicite ou implicite, de diriger ses services et activités, d'une quelconque manière, vers des clients résidant dans cet État membre.

5. Notons, tout d'abord, que mise à part l'exception de la « reverse solicitation » (cf. *infra*, n^{os} 9 et 10), cette question n'est pas explicitement réglée dans la directive MiFID II, ni dans le règlement MiFIR⁴.

L'article 5, (1), de la directive MiFID II, qui consacre l'obligation d'agrément des entreprises d'investissement par

l'autorité compétente de leur État membre d'origine, semble limiter cette exigence à la fourniture et à l'exercice **effectifs** de services et/ou activités d'investissement dans l'Union européenne. La directive ne se prononce pas sur le sort d'une simple offre de services, non suivie d'effets.

Le législateur belge a quant à lui pris position sur cette question⁵, et ce, dès la transposition de la directive MiFID I, et plus précisément de son article 5, (1)⁶, en rendant les règles en matière d'accès à l'activité applicables à la simple offre de services d'investissement en Belgique⁷. Ce faisant, le législateur s'est conformé à la jurisprudence en la matière de la Cour de cassation⁸.

Cette prise de position est restée inchangée dans le cadre de la transposition de la directive MiFID II et est reflétée dans le champ d'application des dispositions du Titre 2 de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement (ci-après « loi du 25 octobre 2016 »).

Ces dispositions, consacrées à l'accès aux activités d'investissement et à l'activité de prestation de services d'investissement, sont rendues applicables aux « entreprises de droit belge dont l'activité habituelle consiste à fournir ou offrir à des tiers un ou plusieurs services d'investissement à titre professionnel et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement, ainsi qu'aux entreprises de droit étranger qui exercent cette activité en Belgique »⁹.

6. Il n'est pas toujours facile d'identifier les situations dans lesquelles des services d'investissement sont « offerts » en Belgique, notamment lorsque ces services sont proposés par le biais d'un site internet qui, par définition, ne se limite pas à un territoire spécifique et est donc, par nature, transfrontalier.

Sous réserve de la définition de la notion de « reverse solicitation » à l'article 42 de la directive MiFID II et à l'article 46, (5), du règlement MiFIR (cf. *infra*, n^{os} 9 à 10), aucun critère n'est fixé à cet effet dans la loi ou dans un autre texte réglementaire, contrairement, par exemple, aux critères fixés dans l'arrêté royal du 9 octobre 2009 relatif au caractère public de la sollicitation de fonds remboursables aux fins de définir si une activité menée en Belgique constitue une activité d'établissement de cré-

3. Art. 6, (1), de la directive MiFID II.

4. A. DE BACKER, « MiFID II : Territorial Scope and Cross-border Services », in *MiFID II & MiFIR : capita selecta : scope, investor protection, market regulation and enforcement*, Intersentia, 2018, p. 31.

5. Pour plus de détails sur l'historique de cette question, voy. A. DE BACKER, *ibid.*, pp. 33 à 35.

6. Cf. article 34 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 visant à transposer la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, remplaçant l'article 44 de la loi de la loi du 6 avril 1995 relative au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements, actuellement article 3 de la loi du 25 octobre 2016.

7. Pour une analyse plus détaillée de la notion d'offre de services d'investissement, cf. S. DE DIJN, « Het toepassingsgebied van MiFID II in België », *Dr. banc. fin.*, Larcier, 2017/V, p. 293.

8. Cass., 2^e ch., 4 mars 2003, *Arr. cass.*, 2003, n^o 3, p. 549, n^o 148.

9. Art. 3 de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

dit¹⁰ ou un appel au public en vue de recevoir des dépôts d'argent ou des fonds remboursables¹¹.

7. Certains critères figurent toutefois, au niveau européen, dans la communication interprétative de la Commission européenne relative à la liberté de prestation de services et à l'intérêt général dans la deuxième directive bancaire¹², ainsi qu'au niveau national, dans une circulaire de la CBFA du 7 avril 2009 sur les exigences prudentielles applicables à la fourniture de services financiers via internet¹³.

Quoique relativement anciens et non spécifiques aux services d'investissement, les critères établis dans cette circulaire sont encore d'actualité et appliqués par les autorités de contrôle belges, notamment en matière de prestation de services d'investissement. Ces critères ne constituent toutefois que des indications, non contraignantes.

Selon cette circulaire, « il convient de considérer qu'une prestation de services est transfrontalière non seulement lorsque la prestation caractéristique du service (c.-à-d la prestation essentielle, pour laquelle le paiement est dû) a lieu sur le territoire d'un autre État membre, mais également lorsque l'entreprise sollicite des investisseurs dans cet autre État membre soit en se déplaçant, soit en recourant à des techniques de vente à distance ou à des procédés de publicité, autres que la publicité de notoriété ».

Le critère, relativement classique en droit international privé, de la localisation de la prestation caractéristique d'un contrat est donc complété par d'autres critères liés à l'existence de démarches entreprises par le prestataire de services pour solliciter des clients au-delà des frontières de son État membre d'origine.

Eu égard à ces critères, si une entreprise fait la promotion de ses services ou activités d'investissement dans un État membre, cette dernière sera réputée offrir ses services et activités dans cet État. Cette promotion peut prendre différentes formes. Elle peut notamment s'exercer via la présence physique de représentants de l'entreprise, mais elle peut également s'effectuer à distance via des campagnes publicitaires ou via la diffusion d'autres informations à caractère promotionnel. Seules les campagnes de publicité dites « de notoriété » sont exclues de cette présomption. Ces campagnes visent en effet généralement à promouvoir un établissement financier et ne sont pas

liées spécifiquement à la commercialisation de produits financiers¹⁴.

Ce faisant, la CBFA a fait le choix d'aller plus loin que ce que préconisait la Commission européenne dans sa communication interprétative relative à la liberté de prestation de services et à l'intérêt général dans la deuxième directive bancaire¹⁵. Dans cette communication, la Commission européenne estimait en effet qu'afin de déterminer où une activité bancaire était exercée, il suffisait de localiser la prestation caractéristique du service et que, dans un souci de simplification, toute forme de publicité, ciblée ou non, ainsi que toute offre de services fournie à distance par quelque moyen que ce soit (courrier, télécopie, messageries électroniques, etc.) devait être dispensée de l'obligation de notification préalable, dans la mesure où le prestataire ne pouvait être considéré comme exerçant, dans ces hypothèses, ses activités sur le territoire d'un client. La CBFA a, quant à elle, considéré qu'il était primordial pour les autorités compétentes de l'État membre d'accueil, qui sont chargées de veiller au respect des dispositions d'intérêt général sur leur territoire, de connaître les établissements de crédit qui y sollicitent une clientèle et qui devraient, à ce titre, être tenus au respect de ces règles d'intérêt général¹⁶.

8. Pour l'appréciation concrète des critères de la circulaire précitée, les situations doivent être examinées au cas par cas par les autorités de contrôle, selon les éléments de fait mis à leur disposition.

Ainsi, si des clients résidant dans un État membre sont sollicités par *e-mail*, par téléphone ou par d'autres techniques de communication les visant personnellement, il ne fera aucun doute que l'entreprise utilisant ces méthodes doit être considérée comme offrant ses services dans cet État membre. Il en sera de même si les investisseurs d'un État membre sont, directement ou indirectement, ciblés sur le site internet de l'entreprise offrant des services d'investissement par le biais de ce site.

Dans leur appréciation, les régulateurs examineront notamment la langue ou les devises utilisées sur le site internet de l'entreprise concernée, ou encore la localisation des personnes de contact mentionnées.

À l'inverse, la circulaire définit également des mesures que les entreprises peuvent mettre en place pour ne pas être considérées comme offrant des services dans un État

10. Art. 1^{er}, § 3, al. 1^{er}, de la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

11. Art. 27 de la loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés.

12. Communication interprétative de la Commission européenne – Liberté de prestation de services et intérêt général dans la deuxième directive bancaire, doc. 97/C 209/04, J.O., C 209, 10 juillet 1997, p. 6.

13. Circulaire de la CBFA du 7 avril 2009 relative aux services financiers via internet : exigences prudentielles, CBFA_2009_17, p. 8.

14. Pour plus de détails sur cette notion, voy. Circulaire FSMA du 27 octobre 2015 (mise à jour du 30 juillet 2019) relative aux règles applicables aux publicités en cas de commercialisation de produits financiers auprès des clients de détail, FSMA_2015_16, pp. 11-12.

15. Communication interprétative de la Commission européenne – Liberté de prestation de services et intérêt général dans la deuxième directive bancaire, doc. 97/C 209/04, op. cit., p. 6.

16. Rapport annuel CBFA 1997-98, pp. 62-63.

membre, par exemple en publiant des avertissements sur leur site internet indiquant que celui-ci s'adresse aux investisseurs d'une zone géographique déterminée, ou en appliquant des restrictions d'accès pour les résidents de certains États¹⁷.

9. Pour apprécier le caractère transfrontalier d'une prestation de services d'investissement, il convient également de tenir compte de l'exception de la « reverse sollicitation », consacrée dans la directive MiFID II en son article 42, ainsi qu'à l'article 46, (5), alinéa 3, du règlement MiFIR. En droit belge, ce principe est transposé de manière littérale à l'article 13, § 1^{er}, alinéa 2, de la loi du 25 octobre 2016 : « Lorsqu'un client de détail ou un client professionnel, établi ou se trouvant dans l'Union européenne, déclenche sur sa seule initiative la fourniture d'un service d'investissement ou l'exercice d'une activité d'investissement par une entreprise d'un pays tiers, l'obligation de disposer de l'agrément prévu à l'alinéa 1^{er} ne s'applique pas à la fourniture de ce service à cette personne ou à l'exercice de cette activité par l'entreprise de pays tiers pour cette personne, ni à une relation spécifiquement liée à la fourniture de ce service ou à l'exercice de cette activité. »

Ces dispositions décrivent les circonstances dans lesquelles les exigences d'agrément d'une succursale prévues à l'article 39 de la directive MiFID II¹⁸, ou d'enregistrement auprès de l'ESMA, prévu à l'article 46 du règlement MiFIR¹⁹, ne s'appliquent pas à la fourniture, par une entreprise de pays tiers, de services d'investissement à une personne établie dans un État membre, ni à l'exercice, par cette même entreprise, d'activités d'investissement pour cette personne, ni à une relation spécifiquement liée à la fourniture de ce service ou à l'exercice de cette activité.

On est en présence d'une « reverse sollicitation » lorsqu'un client déclenche, sur sa seule initiative, la fourniture d'un service d'investissement ou l'exercice d'une activité d'investissement par une entreprise de pays tiers.

Même si la consécration de ce principe vaut uniquement pour la prestation de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement dans l'Union européenne par des entreprises de pays tiers, les critères énoncés paraissent également de nature à constituer une définition négative de ce qui constitue une offre de services dans un État membre. Les services ou activités ainsi exclusivement sollicités par le client seront en effet généralement considérés comme n'étant pas offerts, fournis

ou exercés sur le territoire d'un État membre. L'on peut donc s'en inspirer dans notre tentative de définir ce qu'est une prestation transfrontalière de services d'investissement.

L'initiative exclusive du client ne donne toutefois pas un chèque en blanc à l'entreprise de pays tiers concernée. Cette dernière n'est en effet pas autorisée à commercialiser, auprès de ce client, de nouvelles catégories de produits ou de services d'investissement²⁰, sauf à le faire conformément aux règles applicables à l'accès à l'activité de fourniture de services d'investissement dans l'État membre dans lequel ce client est établi ou se trouve, le cas échéant, par le biais d'une succursale²¹.

10. Étant donné qu'elle constitue une dérogation à l'exigence d'agrément ou d'enregistrement des prestataires de services d'investissement, la notion de « reverse sollicitation » doit être interprétée strictement. L'ESMA a fourni des éléments d'interprétation dans son Q&A relatif aux matières liées à la protection des investisseurs et aux intermédiaires dans la directive MiFID II et le règlement MiFIR²².

Selon l'ESMA, l'initiative exclusive du client doit être appréciée *in concreto*, au cas par cas, pour chaque service ou activité d'investissement, indépendamment de toute clause contractuelle ou *disclaimer* dont l'objet serait d'affirmer, par exemple, que l'entreprise d'investissement doit être considérée comme répondant à l'initiative exclusive du client²³.

Il n'y a pas de « reverse sollicitation » lorsque le client est lui-même sollicité par l'entreprise d'investissement. À cet égard, le considérant (111) de la directive MiFID II énonce certaines circonstances qui établissent clairement un démarchage de client sur le territoire d'un État membre. L'on y retrouve à nouveau le critère de la promotion ou de la publicité de services ou activités d'investissement dans un État membre. Une telle promotion ou publicité emporte automatiquement, selon ce considérant, une sollicitation de clients pour laquelle une autorisation est requise dans l'État membre concerné.

L'ESMA précise quant à elle que tous les moyens de communication doivent être pris en considération pour vérifier si un client a, d'une manière ou d'une autre, été sollicité dans son État membre. Sont notamment cités comme exemples les communiqués de presse, les publicités sur in-

17. Pour une analyse plus détaillée de ces différents critères, voy. A. FONTAINE et P. DE PAUW, « La "reverse sollicitation" en droit financier », *Dr. banc. fin.*, Larcier, 2019, pp. 232-244, n^{os} 11 à 17.

18. Pour plus de détails sur cette obligation d'agrément, cf. *infra*, n^{os} 43 à 46.

19. Pour plus de détails sur cette obligation d'enregistrement auprès de l'ESMA, cf. *infra*, n^{os} 34 à 40.

20. Sur les critères à prendre en considération pour apprécier si de nouvelles catégories de produits ou de services d'investissement sont commercialisés : ESMA, *Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, 28 mai 2020, ESMA 35-43-349, pp. 112 à 115.

21. Art. 13, § 1^{er}, al. 3, de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

22. ESMA, *Questions and answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics*, op. cit., pp. 111 à 115.

23. *Ibid.*, p. 111.

ternet, l'envoi de brochures, des appels téléphoniques ou des réunions physiques²⁴.

Il convient également de tenir compte des éventuelles initiatives de démarchage prises, non pas directement par l'entreprise d'investissement étrangère, mais par l'intermédiaire d'une entité agissant pour son compte, ou par une entité ayant des liens étroits avec cette entreprise ou par toute autre personne agissant pour le compte de cette entité. Cette précision, déjà précédemment apportée par l'ESMA dans son Q&A²⁵, est dorénavant explicitement reprise à l'article 46, (5), du règlement MiFIR, tel que modifié par l'article 63, (4), c), du règlement (UE) 2019/2033 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'investissement (ci-après « règlement IFR »).

11. Notons que les critères précités impliquent un démarchage de clients et ne peuvent donc trouver à s'appliquer qu'aux offres de services d'investissement au profit de tierces personnes. Or, toutes les activités d'investissement ne sont pas nécessairement dirigées vers un client pour le compte duquel l'activité est exercée. L'on pense notamment à l'activité de négociation pour compte propre, laquelle n'est, par définition, pas exercée pour le compte d'une tierce personne, sauf dans l'hypothèse où elle s'accompagne d'une exécution d'ordres pour le compte de clients²⁶. Il s'agit en effet, selon la définition figurant à l'article 1^{er}, 6), de la directive MiFID II du « fait de négocier en engageant ses propres capitaux un ou plusieurs instruments financiers en vue de conclure des transactions ».

L'on peut s'interroger sur la façon de localiser une telle activité d'investissement dans un État membre, alors même que les critères précités de la circulaire de la CBFA et de l'exception de « reverse solicitation »²⁷ ne s'y prêtent pas²⁸.

D'autres critères sont-ils déterminants, comme la localisation de la contrepartie à la transaction par exemple ? L'on peut en douter étant donné que ce critère ne joue par ailleurs aucun rôle dans la définition d'une prestation transfrontalière de services d'investissement. Un service d'exécution d'ordre, par exemple, n'est pas localisé en fonction du lieu de résidence de la contrepartie à la transaction réalisée.

Est-ce le droit dont relève la plateforme de négociation sur laquelle est réalisée la transaction ? Dans ce cas, le

fait d'être membre d'un marché réglementé dans un État membre impliquerait obligatoirement la prestation d'un service d'investissement et/ou l'exercice d'une activité d'investissement dans cet État membre et, partant, l'obligation de notifier une prestation de services dans ce même État. Ce point de vue, quoique défendu par une certaine doctrine²⁹, ne résiste pas à la critique.

Rappelons, tout d'abord, que le fait d'adhérer ou de devenir membre d'un marché réglementé ne constitue pas en soi un service ou une activité d'investissement nécessitant un statut réglementé. Par contre, les membres d'un marché réglementé qui, par le biais de cette adhésion, ont l'intention de prêter un service d'investissement et/ou d'exercer une activité d'investissement sur le territoire d'un État membre d'accueil, doivent revêtir un statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement dans leur État membre d'origine, et notifier une prestation de services dans l'État membre d'accueil, sauf s'ils peuvent bénéficier d'une des exemptions de l'article 2 de la directive MiFID II.

Il paraît à cet égard douteux que la localisation de la plateforme de négociation sur laquelle est exécutée une transaction sur un instrument financier puisse déterminer à elle seule le lieu de prestation du service d'investissement d'exécution d'ordres ou le lieu d'exercice de l'activité de négociation pour compte propre lié(e) à cette transaction. Il a ainsi été considéré que ce raisonnement ne pouvait être suivi, à tout le moins en ce qui concerne le service d'exécution d'ordres, étant donné que l'exécution de la transaction sur le marché réglementé ne constituait qu'une modalité de la prestation de ce service³⁰. Le raisonnement devrait être identique pour l'exercice d'une activité d'investissement de négociation pour compte propre. L'on remarque, en outre, que le critère du droit dont relève la plateforme de négociation n'offre pas de solution à la question de la localisation des transactions réalisées de gré à gré, en dehors de toute plateforme organisée.

Reste le critère du lieu d'établissement de l'entreprise concernée. Dans ce cas, on arriverait à la conclusion qu'une activité de négociation pour compte propre est toujours localisée dans l'État membre d'origine de l'entreprise qui la pratique.

La question de la localisation de l'activité de négociation pour compte propre, intéressante d'un point de vue

24. *Ibid.*

25. *Ibid.*

26. Il se peut en effet que le négociateur pour compte propre se porte acheteur ou vendeur d'un instrument financier de l'un de ses clients. Dans cette hypothèse, l'activité de négociation pour compte propre se combine à une activité de négociation pour compte de tiers, à savoir le service d'investissement d'exécution d'ordres.

27. Notons toutefois que les articles 42 de la directive MiFID II et 46, (5), alinéa 3, du règlement MiFIR qui consacrent l'exception de la « reverse solicitation » mentionnent également l'exercice d'activités d'investissement.

28. Sur cette question, cf. D. BUSCH et M. LOUISSE, « MiFID II/MiFIR's Regime for Third-Country Firms », in *Regulation of the EU financial markets : MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, 2017, p. 254.

29. B. FERON, « Remote Membership d'un marché réglementé et libre prestation de services », *La bourse noir sur blanc*, juin 1996, n° 15, pp. 24-26 ; L. ROEGES, « L'exercice de l'activité bancaire dans le cadre de la libre prestation de services », *Rev. Banque*, Forum financier belge, mai-juin 1996, p. 319, note de bas de page 104.

30. M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Intersentia Rechtswetenschappen, 1999, p. 867.

théorique, ne devrait cependant survenir que rarement en pratique étant donné que les entreprises d'investissement qui exercent une telle activité le font généralement dans le cadre de l'exécution d'ordres de clients. D'autre part, l'activité de négociation pour compte propre bénéficie de plusieurs exemptions dans la directive MiFID II³¹.

CHAPITRE 2. ACTIVITÉS TRANSFRONTALIÈRES DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT RELEVANT DU DROIT D'UN ÉTAT MEMBRE DE L'EEE

Section 1. Accès à l'activité

12. L'agrément d'une entreprise d'investissement est octroyé par l'autorité compétente de son État membre d'origine³², c'est-à-dire l'État membre dans lequel est situé son siège statutaire³³.

L'entreprise d'investissement ainsi valablement agréée, qui souhaite exercer ses activités au-delà des frontières de son État membre d'origine, bénéficie d'un passeport européen, l'autorisant à exercer les activités couvertes par son agrément d'origine dans les autres États membres. Dans ce cas, ces autres États membres sont qualifiés d'« États membres d'accueil »³⁴.

L'obtention d'un agrément dans l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement est donc le préalable obligatoire au bénéfice du passeport européen.

13. Dans la procédure d'octroi de l'agrément, les autorités compétentes des États membres d'origine sont toutefois attentives à déceler les éventuelles tentatives d'élection de juridiction (« forum shopping »). Cette pratique consiste à saisir la juridiction la plus susceptible de donner raison à ses propres intérêts. En matière de services financiers, cela consiste à opter pour le système juridique d'un État membre, en y installant son siège statutaire, dans le seul objectif de se soustraire aux normes plus strictes en vigueur dans un autre État membre sur le territoire duquel l'entreprise concernée entend pourtant exercer ou exerce la majeure partie de ses activités.

Pour identifier de telles pratiques, l'autorité compétente qui réceptionne la demande d'agrément tente de déceler des indicateurs d'élection de juridiction dans le contenu du programme d'activités, ou dans l'implantation géographique des activités effectivement exercées³⁵.

Dans une même optique, l'article 5, (4), de la directive MiFID II dispose que les États membres doivent exiger que

l'administration centrale d'une entreprise d'investissement soit toujours située dans son État membre d'origine et qu'elle y opère de manière effective.

Sous-section 1. Liberté d'établissement ou liberté de prestation de services ?

14. Le passeport européen peut revêtir deux formes, selon la manière dont les entreprises d'investissement entendent exercer leurs activités dans un État membre d'accueil. Ces entreprises peuvent opter pour la liberté d'établissement ou la liberté de prestation de services. Nous verrons que les procédures de notification, ainsi que la répartition de compétences entre les autorités de contrôle des États membres d'origine et d'accueil diffèrent selon l'option choisie par l'entreprise d'investissement à cet égard (cf. *infra*, nos 20 à 22).

Selon la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, la liberté d'établissement implique que l'entreprise d'investissement opte pour une présence permanente dans l'État membre d'accueil³⁶.

Cette présence permanente peut prendre la forme d'une succursale ou du recours à un ou plusieurs agent(s) lié(s).

Une succursale est un siège d'exploitation de l'entreprise, autre que l'administration centrale, qui constitue une partie de l'entreprise d'investissement, dépourvue de personnalité juridique propre³⁷.

Même si une entreprise d'investissement est autorisée à établir plusieurs sièges d'exploitation distincts dans un même État membre d'accueil, il n'est toutefois pas permis d'y établir plusieurs succursales. Dans un tel cas d'espèce, les différents sièges d'exploitation seront en effet considérés comme une succursale unique. Ceci est explicitement mentionné à l'article 4, (1), 30), de la directive MiFID II.

15. Une entreprise d'investissement peut également faire usage de sa liberté d'établissement dans un État membre d'accueil, en y recourant à un ou plusieurs agent(s) lié(s), établis dans cet État.

Les agents liés présentent une différence substantielle par rapport aux succursales, dans la mesure où ils disposent d'une personnalité juridique propre et indépendante de l'entreprise d'investissement pour laquelle ils agissent.

Le recours à un agent lié établi dans un autre État membre entraîne automatiquement l'assujettissement de l'entre-

31. Art. 2, (1), d) et j), de la directive MiFID II.

32. Art. 5, (1), de la directive MiFID II.

33. Art. 4, (1), 55), de la directive MiFID II.

34. Art. 4, (1), 56), de la directive MiFID II.

35. Considérant 46) de la directive MiFID II.

36. Cf. notamment arrêt du 30 novembre 1995, aff. C-55/94, *Gebhard, Rec.*, 1995, p. I-4165.

37. Art. 4, (1), 30) de la directive MiFID II.

prise d'investissement concernée au droit d'établissement dans cet autre État membre.

Cette forme d'établissement est explicitement reconnue à l'article 35 de la directive MiFID II³⁸.

Dans la directive MiFID I, les agents liés auxquels recourait une entreprise d'investissement dans un autre État membre étaient déjà assimilés à une succursale et soumis aux dispositions de la directive applicables aux succursales³⁹. Cette assimilation explicite par le législateur apportait déjà davantage de sécurité juridique que l'application, au cas par cas, des critères suivants, issus de la jurisprudence de la Cour de justice et mentionnés dans la communication interprétative de la Commission européenne relative à la liberté de prestation de services et à l'intérêt général dans la deuxième directive bancaire : intermédiaire doté d'un mandat permanent, soumis à la direction et au contrôle de l'établissement qu'il représente et faculté d'engager son mandant⁴⁰. Cette assimilation pure et simple des agents liés aux succursales posait toutefois question eu égard à la personnalité juridique distincte des agents, principalement dans les cas où aucune succursale n'était, par ailleurs, établie dans l'État membre concerné.

L'article 35 de la directive MiFID II a le mérite de mettre fin à toute controverse, en clarifiant que l'assimilation de l'agent lié à la succursale ne vaut que si une succursale a été établie et qu'en tout état de cause, l'agent lié est soumis aux dispositions de la directive relatives aux succursales⁴¹. Cette assimilation vise avant tout à assurer le traitement identique des entreprises d'investissement qui établissent une succursale dans un autre État membre et celles qui y recourent à un ou plusieurs agents liés.

Il convient toutefois de préciser que seul le recours à un ou plusieurs agents liés établis dans un autre État membre que l'État membre d'origine relève de la liberté d'établissement. Si de tels agents sont établis dans l'État membre d'origine de l'entreprise d'investissement, cette dernière ne relèvera en effet pas du droit d'établissement dans les autres États membres dans lesquels ces agents sont actifs pour le compte de cette entreprise. Elle y relèvera, dans ce cas, de la libre prestation de services.

16. Les activités des agents liés sont définies aux articles 4, (1), 29), et 29, (1), de la directive MiFID II. Ces dernières consistent non seulement à promouvoir les services

de l'entreprise d'investissement qu'ils représentent et à démarcher des clients dans l'État membre d'accueil, mais ils sont également habilités à prêter certains services d'investissement et/ou à exercer certaines activités d'investissement pour le compte de cette entreprise d'investissement. Ils peuvent en effet (i) recevoir et transmettre les instructions ou les ordres de clients concernant des instruments financiers ou des services d'investissement, (ii) placer des instruments financiers et (iii) fournir à des clients ou clients potentiels des conseils sur ces instruments ou services. Soulignons que cette définition est restée inchangée par rapport à celle figurant dans la directive MiFID I⁴².

L'on comprend des termes de cette définition que les agents liés ne sont autorisés à intervenir, pour le compte d'une entreprise d'investissement, que dans la prestation de trois services d'investissement, sur les neuf services et activités d'investissement que contient la Section A de l'Annexe I de la directive MiFID II, à savoir (i) la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers, (ii) le conseil en investissement et (iii) le placement d'instruments financiers. En ce qui concerne ce dernier service, à défaut de précision, l'on peut considérer que les deux types de placement d'instruments financiers sont concernés, c'est-à-dire tant ceux réalisés sans engagement ferme que la prise ferme d'instruments financiers.

En ce qui concerne le service de réception et transmission d'ordres, il n'est pas clair si l'intention du législateur européen était de viser ce service d'investissement en tant que tel, ou s'il visait plus largement le transfert d'instructions de toutes sortes entre le client et l'entreprise d'investissement, le cas échéant dans le cadre d'autres services ou activités d'investissement. Lors de la transposition des directives MiFID I et MiFID II en droit belge, le législateur belge a interprété la notion européenne d'agent lié comme visant uniquement le service de réception et transmission d'ordres⁴³.

17. Les agents liés agissent sous la responsabilité entière et inconditionnelle de l'entreprise d'investissement qui les mandate. L'entreprise d'investissement assume la responsabilité de toute action effectuée ou de toute omission commise par l'agent lié lorsque ce dernier agit pour son compte. Elles veillent en outre à ce que l'agent lié dévoile en quelle qualité il agit et quelle entreprise d'investis-

38. Pourtant erronément intitulée « établissement d'une succursale ».

39. Art. 32, (2), al. 2, de la directive MiFID I.

40. Communication interprétative de la Commission européenne – Liberté de prestation de services et intérêt général dans la deuxième directive bancaire, doc. 97/C 209/04, *op. cit.*, pp. 10 à 12.

41. Art. 35, (2), al. 2, de la directive MiFID II, transposé en droit belge à l'article 5, § 1^{er}, alinéa 5, de la loi du 22 mars 2006 relative à l'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement et à la distribution d'instruments financiers.

42. Art. 4, (1), 25), et 23, (1), de la directive MiFID I.

43. Cf. définition de la notion d'« intermédiation en services bancaires et en services d'investissement » à l'article 4, 1^{er}, de la loi du 22 mars 2006 relative à l'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement et à la distribution d'instruments financiers. Cette définition est limitée aux services et activités d'investissement de l'article 2, 1^{er}, 1., 5. et 7., de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.

sement il représente lorsqu'il contacte tout client ou tout client potentiel ou avant de traiter avec lui⁴⁴.

Les entreprises d'investissement ont l'obligation de contrôler les activités de leurs agents liés. Ce contrôle est indispensable pour garantir qu'elles continuent à respecter la réglementation applicable à la prestation de services d'investissement, et ce, même lorsqu'elles agissent par l'intermédiaire d'un agent lié, qui dispose d'une personnalité juridique propre et autonome.

18. Conformément à l'article 29, (3), de la directive MiFID II, les agents liés sont également soumis à une procédure d'autorisation préalable dans l'État membre dans lequel ils sont établis. Les agents liés doivent en effet y être inscrits dans un registre public⁴⁵ et cette inscription est soumise à certaines conditions permettant aux autorités de s'assurer de leur honorabilité et de leurs connaissances professionnelles.

En Belgique, ce registre est tenu par l'Autorité des services et marchés financiers (ci-après « FSMA ») et le statut belge des agents liés est régi par la loi du 22 mars 2006 relative à l'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement et à la distribution d'instruments financiers.

Notons que l'activité d'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement est toutefois plus large que celle des agents liés au sens de la directive MiFID II. Cette notion vise en effet d'autres activités financières que la seule prestation de services d'investissement. Ainsi sont également couvertes les activités de réception de dépôts ou d'autres fonds remboursables, la présentation de parts d'organismes de placement collectif publics et les opérations de capitalisation⁴⁶.

19. Cette obligation d'obtention d'une autorisation préalable repose en première ligne sur les agents, mais elle va de pair avec une interdiction, pour les entreprises d'investissement, de faire appel à des agents liés non inscrits dans le registre précité⁴⁷.

Les entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre État membre de l'EEE qui souhaitent faire appel, en Belgique, à un agent lié, doivent donc non seulement respecter la procédure de notification dont il est question

infra (cf. n° 20), mais également s'assurer que ces agents sont valablement inscrits auprès de la FSMA en qualité d'intermédiaire en services bancaires et en services d'investissement.

Sous-section 2. Procédure de notification

20. Le bénéfice du passeport européen est soumis à une procédure de notification aux autorités compétentes des États membres d'origine et d'accueil, décrite aux articles 34 et 35 de la directive MiFID II. Ces articles sont transposés, en droit belge, aux articles 10, 11, 47 à 53 de la loi du 25 octobre 2016, ainsi qu'aux articles 86 à 91, 544 à 550 et 589 à 591 de la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

Le principe de cette procédure de notification est que l'entreprise d'investissement informe l'autorité compétente de son État membre d'origine de ses intentions et cette autorité se charge de les transmettre à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil.

Les informations à transmettre diffèrent selon que l'entreprise souhaite, ou non, faire usage de son droit d'établissement dans l'État membre d'accueil. Les suites données à la notification, et notamment le délai endéans lequel les activités peuvent démarrer dans l'État d'accueil diffèrent également selon la forme que prend la prestation de services dans cet État.

21. Les informations transmises par une entreprise d'investissement qui n'a pas l'intention de s'établir dans l'État membre d'accueil se limitent à un programme d'activités mentionnant les services et/ou les activités d'investissement, ainsi que les services auxiliaires qu'elle entend fournir ou exercer sur le territoire de l'autre État membre. Elle doit également informer son autorité compétente de son intention de recourir à des agents liés, établis dans son État membre d'origine, ainsi que de l'identité de ces derniers.

Dans le mois suivant la réception de ces informations, l'autorité compétente de l'État membre d'origine les transmet à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil⁴⁸. Dès cette communication, l'entreprise d'investissement

44. Art. 29, (2), de la directive MiFID II.

45. Les références ou liens hypertextes des registres publics établis dans les différents États membres sont publiés sur le site internet de l'ESMA : www.esma.europa.eu/tied-agents.

46. Art. 4, 1^o, a), c) et d), de la loi du 22 mars 2006 relative à l'intermédiation en services bancaires et en services d'investissement et à la distribution d'instruments financiers.

47. Art. 29, (5), de la directive MiFID II.

48. Il s'agit plus précisément de l'autorité compétente unique, servant de point de contact aux fins de la directive et du règlement, désignée conformément à l'article 79, (1), alinéa 5, de la directive, pour faciliter et accélérer la coopération et l'échange d'informations entre autorités compétentes. En Belgique, ce point de contact unique est la FSMA. La FSMA et la BNB ont conclu un Protocole d'accord concernant les entreprises d'investissement étrangères aux fins de convenir de la répartition de leurs compétences à l'égard des entreprises d'investissement étrangères fournissant des services d'investissement sur le territoire belge, et ce, sur le modèle de répartition mis en oeuvre pour les entreprises d'investissement de droit belge. Elles y clarifient également la procédure qu'elles entendent suivre en ce qui concerne la réception des notifications, l'enregistrement et l'inscription sur les listes de ces entreprises d'investissement, ainsi que pour la publication de ces listes. Ce protocole est publié sur les sites internet respectifs de la FSMA et de la BNB : www.fsma.be/sites/default/files/public/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/samenwerkingsaccord/fr/2014-05-13_nbb_fsma_bofr.pdf. http://www.nbb.be/doc/cp/fr/vi/accord_collaboration/accord/pdf/nbb_fsma_2014_05_13samenwerking.pdf

peut démarrer ses activités dans l'État membre d'accueil. La procédure de notification de la libre prestation de services est donc relativement rapide et peu contraignante.

22. La procédure de notification de la liberté d'établissement est soumise à quelques contraintes supplémentaires.

Outre un programme d'activités, une entreprise d'investissement qui souhaite faire usage de sa liberté d'établissement dans un autre État membre doit fournir des informations complémentaires à son autorité compétente. Les autorités compétentes de l'État membre d'origine et de l'État membre d'accueil ont notamment besoin d'en savoir davantage sur l'organisation mise en place dans l'État membre d'accueil : si l'entreprise d'investissement a l'intention d'établir une succursale, quelle est sa structure organisationnelle ? A-t-elle l'intention de recourir à des agents liés ? Si l'entreprise entend recourir à des agents liés dans un État membre dans lequel elle n'établit pas de succursale, quelle est la structure organisationnelle envisagée et comment ces agents s'intègrent-ils dans la structure de l'entreprise ? Pour faciliter la surveillance de l'entreprise dans l'État membre d'accueil, l'entreprise d'investissement doit également communiquer l'adresse à laquelle des documents peuvent être obtenus dans cet État, ainsi que le nom des personnes chargées de la gestion de la succursale ou de l'agent lié.

Par analogie avec la procédure liée à la libre prestation de services, ces informations sont échangées entre autorités compétentes de l'État membre d'origine et de l'État membre d'accueil. Cet échange d'informations doit être effectué dans les trois mois de la réception de ces informations par l'autorité compétente de l'État membre d'origine.

L'autorité compétente de l'État membre d'origine informe également de manière détaillée son homologue de l'État membre d'accueil sur la manière dont s'organise le système d'indemnisation des investisseurs auquel les entreprises d'investissement doivent s'affilier conformément aux dispositions de la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs. L'adhésion à un tel système d'indemnisation des investisseurs fait partie des conditions d'agrément des entreprises d'investissement⁴⁹.

L'autorité compétente de l'État membre d'origine peut refuser de transmettre les informations à son homologue de l'État membre d'accueil lorsqu'elle a, compte tenu des activités envisagées, des raisons de douter de l'adéquation de la structure administrative ou de la santé financière de l'entreprise d'investissement. Dans ce cas, elle in-

forme l'entreprise concernée de ces raisons, dans les trois mois de la réception des informations requises.

Ce refus de transmettre les informations emporte l'interdiction, pour l'entreprise d'investissement, de démarrer ses activités dans l'État membre d'accueil en s'y établissant. La succursale ne peut, en effet, être établie et commencer ses activités qu'après avoir reçu une communication en ce sens de l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, ou, en l'absence d'une telle communication, dès l'échéance d'un délai maximal de deux mois à compter de la date de transmission de la communication par l'autorité compétente de l'État membre d'origine⁵⁰.

Section 2. Conditions d'exercice et surveillance

23. Les entreprises d'investissement doivent se conformer en permanence aux conditions de leur agrément initial, et se soumettre aux conditions d'exercice de l'activité, énoncées dans le Chapitre II du Titre II de la directive MiFID II. En ce qui concerne la prestation de services d'investissement, il s'agit principalement des règles de conduite décrites aux articles 23 à 30 de la directive MiFID II, dont l'objectif premier est de garantir la protection des investisseurs.

L'article 22 de la directive énonce en parallèle une obligation générale de surveillance continue des entreprises d'investissement par les autorités compétentes.

Ces principes demeurent applicables en cas de fourniture transfrontalière de services d'investissement, et ce, quels que soient les États membres sur le territoire desquels les entreprises d'investissement choisissent d'exercer leurs activités.

Dans cette hypothèse, il appartient à l'autorité compétente de l'État membre d'origine d'exercer la surveillance continue des entreprises d'investissement auxquelles elle a délivré l'agrément initial et les activités exercées dans l'État membre d'accueil ne peuvent être soumises à aucune obligation supplémentaire, à tout le moins pour les matières régies par la directive MiFID II. Il s'agit là d'une application du principe du *Home country control*⁵¹.

Par dérogation à ce principe, le législateur européen a confié à l'autorité compétente de l'État membre où est établie une succursale, la responsabilité de veiller à ce que les services fournis au travers de cette succursale satisfassent à certaines conditions d'exercice. Il s'agit plus précisément des règles de conduite énoncées aux articles 24 (principes généraux et informations des clients), 25 (évaluation de l'adéquation et du caractère approprié et information des clients), 27 (obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client) et 28

49. Art. 14 de la directive MiFID II.

50. Art. 35, (6), de la directive MiFID II.

51. Considérant (2) de la directive MiFID II.

(règles de traitement des ordres de clients) de la directive MiFID II, et des articles 14 à 26 du règlement MiFIR.

À cet effet, l'article 35, (8), de la directive MiFID II habilite l'autorité compétente de l'État membre d'accueil à examiner les modalités mises en place par la succursale et à exiger leur modification lorsqu'elle est nécessaire au respect des dispositions précitées.

L'objectif poursuivi est de confier à l'autorité compétente la plus proche de la succursale et, partant, la mieux placée, le soin de détecter et de faire cesser les infractions aux règles applicables aux opérations effectuées par celle-ci⁵².

L'article 35, (8), de la directive MiFID II ne règle pas uniquement la répartition de l'obligation de surveillance mais emporte également l'application des dispositions de transposition des articles précités de la directive dans l'État membre d'accueil.

En droit belge, ces règles sont transposées aux articles 26 à 28 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers (ci-après « loi du 2 août 2002 »).

Il est précisé à l'article 26, alinéa 1^{er}, 2^o, de la loi du 2 août 2002 que ces règles de droit belge sont applicables aux succursales, établies en Belgique, d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement relevant du droit d'un État membre de l'EEE, pour ce qui est de leurs transactions effectuées sur le territoire belge, et ce, sous le contrôle de l'autorité belge compétente, à savoir la FSMA⁵³.

Étant donné l'assimilation des agents liés aux succursales (cf. *supra*, n° 15), les entreprises d'investissement qui fournissent des services d'investissement dans un État membre d'accueil par l'intermédiaire d'agents liés doivent être soumises aux mêmes exigences et au contrôle de la même autorité de contrôle que si ces mêmes activités y étaient exercées par une succursale. Les règles de conduite prescrites dans la loi du 2 août 2002 sont donc également applicables aux transactions effectuées en Belgique par des agents liés, qui y sont établis, et agissant pour le compte d'entreprises d'investissement relevant du droit d'un autre État membre, et ce, sous la supervision de la FSMA en tant qu'autorité de contrôle de l'État membre d'accueil.

CHAPITRE 3. PRESTATION DE SERVICES D'INVESTISSEMENT ET EXERCICE D'ACTIVITÉS D'INVESTISSEMENT DANS L'UNION EUROPÉENNE PAR DES ENTREPRISES RELEVANT DU DROIT D'UN ÉTAT TIERS

24. Ce chapitre traite des conditions auxquelles une entreprise relevant du droit d'un État tiers est autorisée à prescrire des services d'investissement et/ou à exercer des activités d'investissement dans l'Union européenne. Il s'agit d'un sujet particulièrement d'actualité à l'approche de la date probable d'entrée en vigueur effective du Brexit⁵⁴. La période transitoire accordée au Royaume-Uni par l'Union européenne, et durant laquelle le Royaume-Uni, malgré sa sortie de l'Union européenne, continue à bénéficier d'une participation au Marché unique européen, arrive en effet à échéance le 31 décembre 2020⁵⁵.

25. L'accès au marché européen des services d'investissement par les entreprises de pays tiers n'était pas réglementé sous la directive MiFID I. Cette absence d'harmonisation avait pour conséquence que seuls les droits nationaux s'appliquaient en cette matière, ce qui exigeait pour les entreprises de pays tiers de consulter et de se conformer aux règles applicables dans chacun des États membres où elles envisageaient d'exercer une activité liée à la fourniture de services d'investissement. Sauf à y établir une filiale, l'entreprise de pays tiers autorisée à exercer ses activités dans un État membre ne bénéficiait en outre d'aucun passeport européen lui permettant d'exercer ces mêmes activités dans d'autres États membres.

En l'absence d'harmonisation, les États membres avaient le choix d'appliquer, ou non, la réglementation MiFID aux entreprises de pays tiers actives sur leur territoire, à condition toutefois de respecter le principe selon lequel ces entreprises de pays tiers ne bénéficient pas d'un traitement plus favorable que les entreprises relevant d'un État membre de l'Espace économique européen⁵⁶.

26. Depuis l'entrée en vigueur de la directive MiFID II et du règlement MiFIR, la fourniture de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement, dans l'Union européenne, par des entreprises de pays tiers est une matière partiellement harmonisée au niveau européen.

Nous verrons en effet que, pour la plupart de leurs aspects, ces activités relèvent encore des régimes nationaux

52. Considérant (90) de la directive MiFID II.

53. Art. 45, § 1^{er}, 3^o, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

54. Sur ce sujet, cf. notamment O. VOORDECKERS, « La fourniture transfrontalière de services bancaires et financiers après Brexit », *Revue internationale des services financiers (RISF)*, Larcier, 2017/1, pp. 76 à 83 ; A. SOTIROPOULOU, « L'accès au marché européen des établissements financiers britanniques après le Brexit », *Bulletin Joly Bourse*, Lextenso, 2019/01, pp. 43-48, N. LORENZOTTI, « Third-country equivalence and its suitability in the context of Brexit », *Financial Regulation International*, 2019/03, pp. 1-10 ; E. WYMEERSCH, « Brexit and the provision of financial services into the EU and into the UK », *Revue trimestrielle de droit financier*, Thomson Transactive, 2018/03, pp. 23-38, A. KANNAN et S. KAHN, « Brexit : les perspectives offertes par MiF 2 aux entreprises d'investissement britanniques », *Revue de droit bancaire et financier*, LexisNexis, 2017/5, pp. 86 à 91.

55. Art. 126 à 132 de l'Accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique, *J.O.*, L 29, 31 janvier 2020, p. 7.

56. Pour plus de détails sur le régime applicable aux entreprises de pays tiers en droit belge avant la directive MiFID II, voy. A. DE BACKER, « MiFID II : Territorial Scope and Cross-border Services », *op. cit.*, pp. 37 à 40.

définis par les États membres, comme le mentionne d'ailleurs le considérant 109 de la directive MiFID II : « La fourniture de services par des entreprises de pays tiers dans l'Union est soumise aux réglementations et aux exigences nationales. Les entreprises agréées conformément à celles-ci ne bénéficient pas de la liberté de prestation des services et du droit d'établissement dans des États membres autres que celui où elles sont établies. »

Les articles 39 à 42 de la directive MiFID II, ainsi que les articles 46 à 54 du règlement MiFIR viennent cependant quelque peu encadrer ces régimes nationaux. Ces dispositions ont été récemment modifiées par la directive (UE) 2019/2034 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement (ci-après « directive IFD ») et par le règlement IFR.

Ces dispositions résultent, comme souvent, d'un compromis, dont il résulte que seule une partie de la matière est harmonisée, et que certains points soulèvent encore des questions d'interprétation.

27. Avant d'entrer dans les détails des dispositions susvisées, il y a lieu de relever que les notions d'entreprise d'investissement et de services d'investissement étant issues de textes européens et n'étant pas de ce fait aisément transposables dans des situations impliquant des entreprises relevant du droit d'États non membres de l'Union européenne, la directive MiFID II a défini ce qu'il convenait d'entendre par « entreprise de pays tiers » aux fins de cette directive et du règlement MiFIR. Une entreprise de pays tiers y est définie comme étant une « entreprise qui, si son administration centrale ou son siège statutaire étaient situés à l'intérieur de l'Union, serait soit un établissement de crédit fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement, soit une entreprise d'investissement »⁵⁷.

Une entreprise de pays tiers est donc une entreprise qui fournit certains services et/ou exerce certaines activités, lesquels répondraient, s'ils étaient prestés ou exercés dans l'Union européenne, à la définition des « services et activités d'investissement » de l'article 4, (1), 2), de la directive MiFID II, qui sont réservés aux entreprises disposant d'un statut d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement⁵⁸.

28. Une entreprise de pays tiers qui souhaite exporter dans l'Union européenne les services et/ou activités d'investissement qu'elle offre, preste et/ou exerce dans son

État d'origine dispose d'une première option, consistant à établir une filiale dans un État membre et à y obtenir un agrément en qualité d'entreprise d'investissement. Si cette option est assez contraignante d'un point de vue administratif, elle présente toutefois l'avantage de permettre à cette entreprise de bénéficier, à partir de l'État membre concerné, du passeport européen lui ouvrant ainsi les portes de l'ensemble du territoire européen.

Nous étudions dans le présent article les hypothèses où ce choix d'établir une filiale dans l'Union européenne n'a pas été fait par l'entreprise de pays tiers concernée. Nous verrons que, dans ce cas, les règles diffèrent selon le type de clients auxquels l'entreprise entend offrir ses services et selon qu'une décision d'équivalence a, ou non, été adoptée par la Commission européenne concernant le pays tiers concerné.

Section 1. Fourniture de services d'investissement aux clients considérés comme professionnels⁵⁹ (ci-après clients professionnels « par nature ») et aux contreparties éligibles⁶⁰

29. La fourniture de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement, par une entreprise de pays tiers, à des clients professionnels « par nature » ou des contreparties éligibles sont partiellement harmonisés par les articles 46 à 54 du règlement MiFIR, selon que la Commission européenne a, ou non, adopté une décision d'équivalence concernant le pays tiers concerné.

Le cas échéant, cette décision d'équivalence peut valoir uniquement pour certains services et/ou activités d'investissement⁶¹.

Nous verrons que si une telle décision d'équivalence n'a pas été adoptée, si elle a été retirée ou que la décision ne couvre pas certains services et/ou activités d'investissement, la matière est dans ce cas réglée exclusivement au niveau national.

Sous-section 1. Procédure et conditions de la décision d'équivalence

30. La procédure et les conditions suivant lesquelles la Commission européenne adopte une décision d'équivalence relativement à un État tiers sont décrites à l'article 47 du règlement MiFIR.

57. Art. 4, (1), 57), de la directive MiFID II.

58. Sauf application des exemptions des articles 2 et 3 de la directive MiFID II.

59. Il s'agit des clients automatiquement considérés comme professionnels, énumérés dans la section I de l'Annexe II de la directive MiFID II. Il s'agit notamment d'entreprises agréées et réglementées pour opérer sur les marchés financiers, certaines grandes entreprises, certaines autorités publiques, ou encore d'autres investisseurs institutionnels dont l'activité principale consiste à investir dans des instruments financiers. Sauf exceptions, ces clients bénéficient d'un niveau de protection moins important que celui dont bénéficient les clients de détail.

60. La notion de contrepartie éligible est définie à l'article 30 de la directive MiFID II, transposé à l'article 3 de l'arrêté royal du 19 décembre 2017 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers.

61. Ceci ressort implicitement de l'article 46, (4), alinéa 5, du règlement MiFIR : « [...] ou qu'elle ne vise pas les services ou activités concernées ».

Sans entrer dans les détails de ce processus de décision, retenons que la Commission européenne adoptera une telle décision au terme d'une évaluation du cadre juridique, réglementaire et de surveillance du pays tiers. La Commission s'attachera tout particulièrement à vérifier que les entreprises agréées dans le pays tiers concerné respectent des exigences prudentielles, organisationnelles et de conduite ayant un effet équivalent aux exigences du même type en droit européen⁶².

L'article 47 précise dorénavant, dans son nouveau paragraphe 1^{ter}, l'ensemble des conditions auxquelles doit répondre le cadre prudentiel, organisationnel et de conduite d'un État tiers pour être considéré comme ayant un tel effet équivalent⁶³. Ces précisions portent notamment sur les exigences en matière de fonds propres, sur les conditions applicables aux actionnaires et membres des organes de direction des entreprises d'investissement, mais également sur les règles de conduite et de transparence et d'intégrité du marché, entre autres en matière d'abus de marché.

La Commission européenne examine également si les entreprises d'investissement sont, dans l'État tiers concerné, soumises à une surveillance et à une obligation de conformité effectives qui garantissent le respect de ces exigences⁶⁴. Cette évaluation est essentielle étant donné que les entreprises de pays tiers faisant l'objet d'une décision d'équivalence pourront exercer certaines activités dans l'Union européenne sous la surveillance des autorités de contrôle du pays tiers concerné (cf. *infra*, n° 38).

Enfin, la décision d'équivalence ne sera adoptée que moyennant le respect d'une condition de réciprocité⁶⁵.

31. Le législateur européen a souhaité encadrer davantage l'adoption de décisions d'équivalence par la Commission européenne lorsque l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées par des entreprises de pays tiers sont susceptibles d'être d'une importance systémique pour l'Union européenne⁶⁶.

Dans ce cas, l'évaluation réalisée par la Commission européenne sera davantage détaillée et granulaire⁶⁷ et cette dernière pourra assortir sa décision d'équivalence de conditions opérationnelles spécifiques. L'objectif de ces conditions opérationnelles spécifiques est de s'assurer

que l'ESMA et les autorités nationales compétentes disposent des outils nécessaires pour prévenir un arbitrage réglementaire et surveiller plus attentivement les services fournis et les activités exercées dans l'Union européenne et leur conformité avec les exigences équivalentes jugées essentielles à la protection des investisseurs et à l'intégrité des marchés financiers dans l'Union⁶⁸.

Les critères permettant de considérer que l'échelle et l'étendue des services fournis et des activités exercées par des entreprises de pays tiers sont susceptibles d'être d'une importance systémique pour l'Union européenne n'ont pas encore été précisés. Ces précisions devraient être apportées par des actes délégués adoptés par la Commission européenne elle-même⁶⁹.

32. En vue d'une coopération efficace entre autorités, l'article 47, (2), du règlement MiFIR impose également la conclusion d'accords de coopération entre l'ESMA et les autorités compétentes des pays tiers pour lesquels une décision d'équivalence est adoptée.

33. À ce jour, aucune décision d'équivalence n'a encore été accordée par la Commission européenne conformément à l'article 47 du règlement MiFIR.

Sous-section 2. Enregistrement des entreprises de pays tiers auprès de l'ESMA

34. Lorsque la Commission européenne a adopté une décision d'équivalence relativement à un État tiers, les entreprises de cet État qui y sont autorisées à fournir des services d'investissement et/ou à y exercer des activités d'investissement peuvent, à certaines conditions, prêter ces mêmes services et/ou exercer ces mêmes activités dans toute l'Union européenne, sans y établir de succursale.

Ces conditions sont prescrites à l'article 46 du règlement MiFIR.

Dans ce cas, ces services et activités ne peuvent toutefois être destinés qu'à des contreparties éligibles ou des clients professionnels par nature. En aucun cas, en effet, la décision d'équivalence de la Commission européenne n'emportera le droit pour les entreprises d'investissement

62. Art. 47, (1), a), du règlement MiFIR. L'équivalence est notamment examinée au regard de la directive MiFID II et du règlement MiFIR, mais également au regard du règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, de la directive (UE) 2019/2034 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 concernant la surveillance prudentielle des entreprises d'investissement et modifiant les directives 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE et 2014/65/UE, 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, ainsi que des mesures d'exécution adoptées en vertu de ces actes législatifs.

63. Le nouveau paragraphe 1^{ter} de l'article 47 du règlement MiFIR a été inséré par l'article 63, (5), a), du règlement IFR.

64. Art. 47, (1), b), du règlement MiFIR.

65. Art. 47, (1), c), du règlement MiFIR.

66. Art. 63, (5), du règlement IFR.

67. Art. 47, (1), al. 2, du règlement MiFIR.

68. Art. 47, (1^{bis}), al. 2, du règlement MiFIR.

69. Art. 47, (1^{bis}), al. 1^{er}, du règlement MiFIR.

de l'État tiers dont les modalités juridiques, réglementaires et de surveillance ont été jugées équivalentes, d'offrir leurs services, dans l'Union européenne, à des clients de détail ou à des clients professionnels pouvant être traités comme des professionnels à leur propre demande (ci-après « clients professionnels sur demande »). Pour ce type d'activités, le respect des régimes légaux nationaux reste de mise.

35. L'adoption d'une décision d'équivalence n'ouvre pas automatiquement les portes de l'Union européenne à l'ensemble des entreprises d'investissement relevant du droit de l'État tiers concerné par cette décision. L'entreprise qui souhaite bénéficier de l'application du régime harmonisé de l'article 46 du règlement MiFIR doit être, à cet effet, inscrite individuellement dans un registre tenu par l'ESMA.

Avant de l'enregistrer, l'autorité de supervision européenne vérifiera si l'entreprise est bien autorisée, dans la juridiction où est établi son siège social, à fournir les services d'investissement et/ou à exercer les activités d'investissement qu'elle souhaite offrir dans l'Union européenne et si elle y est soumise à une surveillance et à une obligation de conformité effectives qui garantissent le respect total des exigences applicables dans cet État tiers et qui ont été jugées équivalentes au droit européen⁷⁰.

L'ESMA va également s'assurer de la mise en place de mécanismes adéquats de coopération avec les autorités compétentes de l'État tiers⁷¹, ainsi que de la mise en place de dispositifs et de procédures nécessaires pour l'obligation de reporting annuel à l'ESMA (cf. *infra*, n° 38)⁷².

L'enregistrement de l'entreprise d'investissement par l'ESMA couvre tout le territoire européen, contrairement aux agréments octroyés conformément aux régimes nationaux.

36. Dès l'adoption d'une décision d'équivalence, et tant que celle-ci reste en vigueur, les États membres ne sont plus autorisés à délivrer un agrément aux entreprises d'investissement de l'État tiers concerné, à tout le moins en ce qui concerne la prestation des services d'investissement et/ou l'exercice des activités d'investissement couvert(e)s par la décision d'équivalence, et dans la mesure où ces services et/ou activités sont destinés à des contreparties éligibles ou à des clients professionnels par nature⁷³.

L'article 46, (3), du règlement MiFIR précise également que lorsqu'une entreprise de pays tiers est enregistrée auprès de l'ESMA, les États membres ne lui imposent plus d'exigences complémentaires en ce qui concerne les ques-

tions couvertes par le règlement MiFIR et la directive MiFID II, de même qu'ils n'accordent pas aux entreprises de pays tiers un traitement plus favorable qu'aux entreprises relevant du droit d'un État membre.

En d'autres termes, dès l'adoption d'une décision d'équivalence relativement à leur État tiers d'origine, les entreprises d'investissement de pays tiers ne peuvent plus être soumises à un quelconque régime national. À nouveau, cette affirmation doit être nuancée en ce qu'elle ne vaut que pour la fourniture des services d'investissement et/ou l'exercice des activités d'investissement couverts par la décision d'équivalence, et dans la mesure où ces services et activités sont destinés à des contreparties éligibles et à des clients professionnels par nature.

Si ces mêmes entreprises souhaitent adresser leurs services et/ou activités d'investissement à d'autres catégories de clients, elles devront se soumettre au régime national des États membres dans lesquels elles souhaitent prêter ces services et/ou exercer ces activités (cf. *infra*, section 2).

Notons que le règlement MiFIR contient, en son article 54, une disposition transitoire, permettant aux entreprises de pays tiers qui, au moment de l'adoption d'une décision d'équivalence par la Commission européenne, fournissent déjà des services d'investissement et/ou exercent des activités d'investissement dans un ou plusieurs États membres, conformément aux régimes nationaux de ces États, de poursuivre la prestation de ces services et/ou l'exercice de ces activités jusqu'à trois ans après l'adoption d'une décision d'équivalence.

37. Rappelons également que l'obligation d'enregistrement auprès de l'ESMA n'est pas exigée lorsque la fourniture des services d'investissement et/ou l'exercice de l'activité d'investissement ont été déclenchés sur la seule initiative du client, aux conditions prescrites à l'article 46, (5), alinéa 3 (sur la notion et les conditions de la « reverse solicitation », cf. *supra*, n° 9 et 10).

38. Les entreprises de pays tiers enregistrées auprès de l'ESMA sont surveillées par leur autorité compétente nationale. Si cette surveillance exercée à partir de l'État tiers n'est pas consacrée explicitement dans une disposition du règlement MiFIR, elle découle indirectement de son article 46, (5), alinéa 1^{er}, en vertu duquel les clients doivent être dûment informés que l'entreprise n'est pas soumise à une surveillance dans l'Union. On a, par ailleurs, vu que l'efficacité de la surveillance dans l'État tiers est un élément clé de l'évaluation de l'équivalence par la Commission européenne, ainsi que du dossier d'enregistrement auprès de l'ESMA.

70. Art. 46, (2), b), du règlement MiFIR.

71. Art. 46, (2), c), du règlement MiFIR.

72. Art. 46, (2), d), du règlement MiFIR.

73. Art. 46, (4), al. 4, du règlement MiFIR.

Ces entreprises sont toutefois soumises à certaines exigences complémentaires dans l'Union européenne, sous le contrôle de l'ESMA.

D'une part, elles sont soumises à l'obligation d'informer leurs clients, avant d'offrir tout service d'investissement, par écrit et de manière évidente, qu'elles ne sont pas autorisées à fournir leurs services à des clients autres que les contreparties éligibles et les clients professionnels par nature et qu'elles ne sont pas soumises à une surveillance dans l'Union européenne. Les coordonnées de l'autorité de contrôle de l'État tiers doivent également être communiquées aux clients⁷⁴.

Les entreprises de pays tiers sont également soumises à une nouvelle obligation de *reporting* annuel à l'ESMA, dont l'objectif est de contrôler en permanence si les conditions auxquelles l'équivalence a été accordée restent valables. Ce *reporting* annuel est prescrit à l'article 46, (6bis), du règlement MiFIR⁷⁵ qui énumère les données qui doivent être communiquées à l'ESMA. Ces données serviront également à alimenter le rapport que l'autorité de supervision européenne doit remettre annuellement à la Commission européenne et dans lequel elle constate dans quelle mesure les conditions sur la base desquelles la décision d'équivalence a été prise sont toujours remplies⁷⁶. Ces informations sont également transmises par l'ESMA aux autorités de contrôle nationales. L'ESMA a en outre la faculté de solliciter toute autre information pour lui permettre, ainsi qu'aux autorités de contrôle nationales, de mener correctement leurs missions de supervision.

Enfin, cette obligation de *reporting* s'accompagne d'une obligation de conservation de données dans le chef des entreprises de pays tiers dont il est requis qu'elles tiennent à la disposition de l'ESMA, pendant une période d'au moins cinq ans, les données relatives à tous les ordres et à toutes les transactions sur instruments financiers qu'elles ont exécutées dans l'Union européenne, que ce soit pour compte propre ou pour le compte d'un client. Ces données peuvent également être mises à la disposition des autorités de contrôle nationales par l'ESMA, étant donné l'importance que ces données peuvent représenter pour ces autorités dans le cadre de la supervision de leurs marchés financiers nationaux⁷⁷.

39. En complément de ses compétences limitées de supervision des entreprises d'investissement de pays tiers enregistrées auprès d'elle, l'ESMA dispose d'un arsenal de mesures qu'elle est en droit de prendre à l'égard de ces entreprises. Ces mesures sont définies à l'article 49 du règlement MiFIR, modifié par l'article 63, (6), du règlement IFR.

Outre le retrait de l'enregistrement, l'ESMA peut désormais également temporairement interdire ou restreindre la fourniture de services d'investissement ou l'exercice d'activités d'investissement, dans l'Union européenne, par une entreprise de pays tiers⁷⁸. Cette mesure pourra être prononcée par l'ESMA en cas d'infraction aux nouvelles exigences de *reporting* et de conservation de données (cf. *supra*, n° 38), ou si une entreprise ne coopère pas à une enquête ou à une inspection sur place. Une telle mesure pourra également être prise en cas d'infraction à une interdiction ou restriction imposée par une autorité européenne de supervision, ou par une autorité de contrôle nationale conformément aux dispositions du règlement MiFIR en matière de *product intervention*⁷⁹.

Comme précédemment, l'ESMA garde également la faculté de retirer l'enregistrement de l'entreprise de pays tiers lorsque cette dernière agit d'une manière qui nuit clairement aux intérêts des investisseurs ou au bon fonctionnement des marchés, ou lorsque l'entreprise a gravement enfreint les dispositions qui lui sont applicables dans son État d'origine et sur lesquelles s'est fondée la décision d'équivalence de la Commission européenne.

L'article 49, (2), du règlement MiFIR précise que les constatations de l'ESMA doivent se fonder sur de solides raisons et des preuves écrites, à l'aide notamment des informations fournies annuellement par l'entreprise dans le cadre du *reporting*.

L'ESMA doit également, préalablement au retrait de l'enregistrement, saisir l'autorité compétente de l'État tiers. La mesure de retrait n'intervient qu'en dernier ressort si l'autorité compétente de l'État tiers n'a pas pris, à l'estime de l'ESMA, les mesures appropriées nécessaires pour protéger les investisseurs ou le bon fonctionnement des marchés dans l'Union européenne, ou n'a pas été en mesure de démontrer que l'entreprise concernée répondait bien aux exigences applicables dans son État d'origine et sur lesquelles s'est fondée la décision d'équivalence.

40. À ce jour, à défaut de décision d'équivalence adoptée par la Commission européenne, aucune entreprise de pays tiers n'est inscrite dans le registre tenu par l'ESMA.

Sous-section 3. Régime national de droit belge

41. Lorsqu'une entreprise de pays tiers souhaite fournir des services d'investissement et/ou exercer des activités d'investissement dans un État membre, pour des clients professionnels par nature ou des contreparties éligibles, alors que la Commission européenne n'a pas adopté de

74. Art. 46, (5), al. 1^{er} et 2, du règlement MiFIR.

75. Inséré par l'art. 63, (4), d), du règlement IFR.

76. Art. 47, (5), du règlement MiFIR.

77. Nouvel art. 46, (6ter) du règlement MiFIR, inséré par l'art. 63, (4), d), du règlement IFR.

78. Art. 49, (1), du règlement MiFIR.

79. Art. 40 à 42 du règlement MiFIR.

décision d'équivalence concernant le pays tiers concerné, l'a retirée ou que la décision ne couvre pas certains services et activités d'investissement, il appartient aux États membres de réglementer en droit national les conditions de cette fourniture de services.

En Belgique, ce régime est défini aux articles 14 et 14/1 de la loi du 25 octobre 2016. Il s'agit du régime déjà applicable antérieurement à l'entrée en vigueur de la directive MiFID II et du règlement MiFIR, mais légèrement adapté pour se conformer parfaitement à ces textes européens⁸⁰.

Conformément à l'article 46, (3) et (4), alinéa 4, du règlement MiFIR, il est précisé à l'article 14/2 de la loi du 25 octobre 2016 que les articles 14 et 14/1 s'appliquent sans préjudice des articles 46 à 49 du règlement MiFIR. Concrètement, étant donné l'applicabilité directe du règlement MiFIR et les règles de hiérarchie des normes, ceci signifie que le régime de droit belge ne s'applique pas aux prestations de services d'investissement et/ou à l'exercice d'activités d'investissement couvertes par une décision d'équivalence adoptée par la Commission européenne, et ce, tant que cette décision est en vigueur.

Le régime de droit belge autorise les entreprises d'investissement⁸¹ relevant du droit de pays tiers à prêter les services d'investissement⁸² qu'ils fournissent effectivement dans leur pays d'origine, sans exigence d'établissement en Belgique, aux seuls contreparties éligibles et clients professionnels par nature.

Cette autorisation de prestation de services couvre également les services fournis à des personnes établies en Belgique qui ont la nationalité de l'État d'origine de l'entreprise d'investissement concernée ou d'un État dans lequel cette entreprise d'investissement a établi une succursale, pour autant qu'en ce qui concerne les services d'investissement offerts ou fournis en Belgique, l'entreprise d'investissement soit soumise, dans son État d'origine ou dans l'État d'implantation concerné, à un contrôle équivalent à celui auquel sont assujetties les entreprises d'investissement belges. Dans cette dernière hypothèse, la catégorie à laquelle appartient le client n'est pas pertinente et l'entreprise peut donc également destiner ces services à des clients professionnels sur demande ou à des clients

de détail. Le but de cette disposition est de permettre aux expatriés de pays tiers, établis en Belgique, de continuer à bénéficier des services des entreprises d'investissement de leur État tiers d'origine.

Les entreprises de pays tiers qui souhaitent bénéficier de ce régime doivent se faire connaître préalablement auprès de la FSMA, en précisant les services qu'elles envisagent de fournir en Belgique, ainsi que les catégories de clients auxquels elles entendent fournir ces services.

La FSMA ne fournit pas d'autorisation préalable à cette prestation de services. Dès qu'elle a notifié ses intentions à la FSMA conformément à l'article 14, § 2, de la loi du 25 octobre 2015, l'entreprise d'investissement de pays tiers est autorisée à démarrer ses activités en Belgique.

La FSMA est cependant en droit de s'y opposer, soit si elle constate que l'entreprise n'entend pas offrir ses services et/ou activités d'investissement aux seuls investisseurs répondant aux conditions susvisées, soit si l'État tiers dont relève l'entreprise n'accorde pas les mêmes possibilités d'accès à son marché aux entreprises d'investissement de droit belge. Ceci s'applique toutefois sans préjudice des accords internationaux liant la Belgique, par exemple l'Accord général sur le commerce des services (GATS).

À l'heure actuelle, il y a 71 entreprises de pays tiers qui bénéficient, en Belgique, de ce régime de libre prestation de services, la majorité d'entre elles étant issues des États-Unis et de Suisse.

42. Dans un souci de traitement égal des entreprises actives sur le territoire belge, les entreprises d'investissement relevant de pays tiers qui bénéficient du régime de l'article 14 de la loi du 25 octobre 2016 doivent se conformer, dans l'exercice de leurs activités, à l'ensemble des dispositions légales et réglementaires auxquelles doivent se conformer les entreprises d'investissement de droit belge. Ces règles incluent notamment les règles de conduite issues de la transposition de la directive MiFID II. Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement qui relèvent du droit d'États tiers et qui sont légalement autorisés à fournir des services en Belgique sont d'ailleurs explicitement visés dans le champ d'application *ratione*

80. Art. 210 à 212 de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la directive 2014/65/UE.

81. Par ce vocable, il y a également lieu d'entendre les établissements de crédit relevant du droit de pays tiers qui prestent des services d'investissement. La loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse ne contient pas de régime pour les établissements de crédit de pays tiers qui n'établissent pas de succursale en Belgique. Ces établissements ne sont donc pas autorisés à exercer des activités bancaires en Belgique. Pour exercer de telles activités en Belgique, ils devraient y établir une succursale, agréée par la BNB. Ceci étant, lorsque ces établissements de crédit de pays tiers prestent des services d'investissement, ils répondent également à la définition d'« entreprise d'investissement » au sens de l'article 4, (1), 1), de la directive MiFID II, transposée à l'article 3 de la loi du 25 octobre 2016 : « entreprises de droit belge dont l'activité habituelle consiste à fournir ou offrir à des tiers un ou plusieurs services d'investissement à titre professionnel et/ou à exercer une ou plusieurs activités d'investissement, ainsi qu'aux entreprises de droit étranger qui exercent cette activité en Belgique. Ces entreprises sont dénommées ci-après "entreprises d'investissement". » Les établissements de crédit relevant du droit d'États tiers sont donc autorisés à prêter des services d'investissement en Belgique et/ou à y exercer des activités d'investissement, aux mêmes conditions que les entreprises d'investissement relevant du droit d'États tiers. La définition de la notion d'« entreprise de pays tiers » à l'article 2, 63°, de la loi du 25 octobre 2016 inclut d'ailleurs explicitement les établissements de crédit qui prestent des services d'investissement : « 63° par entreprise de pays tiers : une entreprise qui, si son administration centrale ou son siège statutaire étaient situés à l'intérieur de l'Union européenne, serait soit un établissement de crédit fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement, soit une entreprise d'investissement ».

82. Une modification a été apportée à l'article 14 de la loi du 25 octobre 2016 afin de clarifier que ce régime vise tant la fourniture de services d'investissement que l'exercice d'activités d'investissement, définies à l'article 2, 1° de la loi, et ce, par analogie avec les services et activités visés à l'article 46, (1), du règlement MiFIR et pour se conformer parfaitement à la terminologie utilisée dans la directive MiFID II. À cet effet, une disposition modificative figure à l'article 17 de la loi du 3 avril 2019 relative au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. Cette disposition modificative n'est cependant pas encore entrée en vigueur.

personae de ces règles de conduite, à l'article 26, alinéa 1^{er}, 4^o, de la loi du 2 août 2002, à tout le moins pour ce qui est de leurs transactions effectuées sur le territoire belge⁸³.

Dans le contexte des mesures prises en préparation du Brexit, le Roi a également été habilité à compléter l'arsenal de règles applicables aux entreprises d'investissement de pays tiers par toutes dispositions qu'il jugerait nécessaires en vue d'assurer la protection des intérêts des investisseurs et de préserver le bon fonctionnement, l'intégrité et la transparence des marchés financiers. Le nouvel article 14/1 de la loi du 25 octobre 2016 qui contient cette habilitation royale précise que le Roi peut, en particulier, arrêter des règles de conservation de données et de déclaration de transactions. Ce faisant, le Roi devrait notamment tenir compte du contenu des dispositions du règlement MiFIR et de la directive MiFID II, ou d'autres textes de droit européen en la matière. Cette habilitation royale, insérée à l'article 14/1 de la loi du 25 octobre 2016 par l'article 18 de la loi du 3 avril 2019 n'est toutefois pas encore entrée en vigueur. Elle pourrait cependant l'être prochainement à l'approche de la date d'entrée en vigueur effective du Brexit.

Section 2. Fourniture de services d'investissement aux clients de détail⁸⁴ et aux clients professionnels pouvant être traités comme des professionnels à leur propre demande⁸⁵ (ci-après « clients professionnels sur demande »)

Sous-section 1. Régime partiellement harmonisé dans la directive MiFID II

43. Lorsqu'une entreprise d'investissement relevant du droit d'un État tiers compte offrir, au sein de l'Union européenne, des services d'investissement à des clients de détail et/ou des clients professionnels sur demande, l'article 39, (1), de la directive MiFID II prévoit que les États membres peuvent exiger que cette entreprise établisse une succursale sur leur territoire.

Contrairement à ce qui était prévu dans la proposition initiale de la Commission européenne⁸⁶, l'exigence d'une succursale est une option laissée à la discrétion des États membres. Ces derniers restent donc susceptibles de ne pas autoriser l'accès à leur territoire aux entreprises de pays tiers. La seule limite à cette discrétion reste le principe en vertu duquel les régimes nationaux des États membres ne peuvent traiter les entreprises de pays tiers

plus favorablement qu'une entreprise relevant du droit d'un État membre. Les entreprises de pays tiers autorisées à fournir des services d'investissement à des clients de détail et/ou à des clients professionnels sur demande dans un État membre devraient donc, à tout le moins, être soumises à des règles et à une supervision équivalentes à celles applicables aux entreprises d'investissement relevant du droit d'un État membre.

Tenant compte de ce même principe, un cadre réglementaire harmonisé est instauré aux articles 39 et suivants de la directive MiFID II, en ce qui concerne les exigences applicables aux succursales, lorsque l'établissement d'une succursale est requis dans un État membre.

Lorsqu'un État membre exige l'établissement d'une succursale, les entreprises de pays tiers qui ont l'intention de fournir des services d'investissement et/ou d'exercer des activités d'investissement sur le territoire de cet État et de destiner ces services et/ou ces activités à des clients de détail ou des clients professionnels sur demande, doivent obtenir un agrément de cette succursale auprès de l'autorité compétente de cet État.

Tout comme l'enregistrement auprès de l'ESMA, l'agrément d'une succursale n'est cependant pas requis lorsque la fourniture des services d'investissement et/ou l'exercice de l'activité d'investissement dans l'État membre concerné ont été déclenchés sur la seule initiative du client, aux conditions prescrites à l'article 42 de la directive MiFID II (sur la notion et les conditions de la « reverse solicitation », cf. *supra*, n^{os} 9 et 10).

44. Les conditions de cet agrément sont harmonisées et définies à l'article 39, (2), de la directive MiFID II. Ces conditions sont relativement contraignantes, et pratiquement équivalentes aux conditions d'agrément applicables aux entreprises relevant du droit d'un État membre.

Il s'agit, pour l'autorité compétente de s'assurer que :

- (i) l'entreprise concernée est soumise, dans son État d'origine, à des conditions d'accès à l'activité et à une surveillance équivalentes à celles applicables sur le territoire européen, en ce compris en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme⁸⁷ ;
- (ii) une coopération est mise en place entre les autorités compétentes européennes et du pays tiers concerné, notamment en vue de préserver l'intégrité du marché

83. Les entreprises relevant du droit d'un État tiers enregistrées auprès de l'ESMA conformément aux articles 46 à 49 du règlement (UE) n° 600/2014 sont toutefois explicitement exclues de l'application de l'article 26, alinéa 1^{er}, 3^o, de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

84. Art. 4, (1), 11), de la directive MiFID II : un client de détail est un client qui n'est pas professionnel.

85. Les clients professionnels sur demande sont les clients, autres que ceux mentionnés à la section I de l'annexe II de la directive, à savoir ceux qui ne sont pas automatiquement considérés comme professionnels, et qui souhaitent renoncer à une partie de la protection que leur offrent les règles de conduite. Les entreprises d'investissement sont autorisées à les traiter comme des clients professionnels, moyennant le respect d'une procédure et de critères établis dans la section II de l'Annexe II de la directive. Ces critères portent notamment sur la compétence, l'expérience et les connaissances du client concerné.

86. Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers, abrogeant la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/ALL/?uri=CELEX:52011PC0656>.

87. Art. 39, (2), a), de la directive MiFID II.

et de la protection des investisseurs⁸⁸, mais également en matière fiscale⁸⁹ ;

- (iii) la succursale dispose librement d'un capital initial suffisant⁹⁰ ;
- (iv) les responsables de la gestion de la succursale remplissent les mêmes conditions notamment en termes d'expertise et d'honorabilité professionnelle que celles qui sont applicables aux organes de gestion des entreprises d'investissement relevant du droit d'un État membre⁹¹ ;
- (v) l'entreprise est membre d'un système d'indemnisation des investisseurs agréé ou reconnu conformément à la directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs.

L'article 40 de la directive MiFID II décrit les différentes informations que l'entreprise de pays tiers qui compte obtenir un agrément pour fournir des services d'investissement et/ou exercer des activités d'investissement sur le territoire d'un État membre par l'intermédiaire d'une succursale doit fournir à l'autorité compétente de cet État membre.

45. Dans l'optique de ne pas soumettre les entreprises de pays tiers à de conditions d'exercice de l'activité plus favorables que celles auxquelles se soumettent les entreprises européennes, l'autorité compétente de l'État membre d'accueil doit également s'assurer que la succursale de l'établissement de pays tiers sera en mesure, outre le respect des conditions d'agrément précitées, de se conformer aux différentes règles organisationnelles, de conduite, et de transparence et d'intégrité des marchés financiers, énumérées à l'article 41, (2), de la directive MiFID II⁹².

Les États membres qui font usage de l'option nationale de l'article 39 de la directive MiFID II ne sont pas autorisés à imposer des exigences complémentaires quant à l'organisation et au fonctionnement de la succursale, à tout le moins pour les matières relevant de la directive MiFID II et du règlement MiFIR.

L'entreprise est placée, pour le contrôle du respect de ces règles, sous la surveillance de l'autorité compétente de l'État membre d'accueil qui a accordé l'agrément de la succursale.

46. Contrairement à l'enregistrement auprès de l'ESMA, la portée de l'agrément de la succursale d'une entreprise de pays tiers, dans un État membre, ne dépasse pas les frontières de l'État membre concerné. L'entreprise dont la succursale est agréée dans un État membre conformément à l'article 39 de la directive MiFID II ne dispose pas d'un passeport européen lui permettant d'offrir et fournir ses services d'investissement sur l'ensemble du territoire européen au départ de l'État membre dans lequel elle est établie.

Cette affirmation doit toutefois être nuancée : à condition que le cadre juridique et le dispositif de surveillance de l'État tiers dont relève cette entreprise aient été reconnus comme équivalents par la Commission européenne conformément à l'article 47, (1), du règlement MiFIR, une entreprise de pays tiers a toutefois la possibilité d'offrir les services et d'exercer les activités couverts par l'agrément de sa succursale européenne dans d'autres États membres, sous réserve toutefois de ne s'adresser qu'à des contreparties éligibles ou à des clients professionnels « par nature ». Pour ce faire, l'entreprise de pays tiers devra se soumettre à la procédure de notification prescrite à l'article 34 de la directive MiFID II pour la libre prestation des services d'investissement par les entreprises relevant du droit d'un État membre (*cf. supra*, n^{os} 20 à 22). Il semble qu'un enregistrement auprès de l'ESMA ne soit, dans ce cas, pas requis.

Pour les activités exercées dans l'Union européenne, la succursale reste soumise à la surveillance exercée par l'autorité compétente de l'État membre dans lequel elle est établie mais cette autorité peut mettre en place des dispositifs de coopération proportionnés avec l'autorité compétente des autres États membres sur le territoire duquel la succursale fournit des services d'investissement afin d'assurer un niveau approprié de protection des investisseurs⁹³.

Sous-section 2. Régime national de droit belge

47. Le régime optionnel de l'article 39 de la directive MiFID II a été mis en œuvre en Belgique.

Conformément aux principes de répartition de compétences dits « Twin Peaks »⁹⁴, les succursales d'entreprises de pays tiers répondant à la définition belge de société de bourse doivent obtenir leur agrément auprès de la Banque nationale de Belgique⁹⁵ et celles qui répondent à

88. Art. 39, (2), b), de la directive MiFID II.

89. Art. 39, (2), e), de la directive MiFID II.

90. Art. 39, (2), c), de la directive MiFID II.

91. Art. 39, (2), d), de la directive MiFID II.

92. Il s'agit plus précisément des articles 16 à 20, 23, 24, 25, 27, 28, § 1^{er}, et 30 à 32 de la directive MiFID II et des articles 3 à 26 du règlement MiFIR, ainsi que des mesures adoptées en vertu de ces dispositions.

93. Art. 47, (3), al. 2, du règlement MiFIR.

94. Arrêté royal du 3 mars 2011 mettant en œuvre l'évolution des structures de contrôle du secteur financier.

95. L'agrément est accordé par la Banque nationale de Belgique selon les modalités et conditions fixées à l'article 603 de la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

la définition belge de société de gestion de portefeuille et de conseil en investissement⁹⁶ relèvent de la compétence de contrôle de la FSMA⁹⁷.

Pour rappel, les succursales d'entreprises d'investissement de pays tiers établies et agréées dans un État membre ne bénéficient pas du passeport européen. Il se peut donc que la BNB ou la FSMA soient amenées à agréer une succursale d'une entreprise de pays tiers qui dispose déjà de succursales dans d'autres États membres.

Une exception à l'exigence d'établissement et d'agrément d'une succursale pour offrir et fournir des services d'investissement à des clients de détail et à des clients professionnels « sur demande » est toutefois à noter pour les services fournis par une entreprise de pays tiers à des personnes établies en Belgique qui ont la nationalité du pays tiers concerné ou d'un État dans lequel cette entreprise a établi une succursale. Conformément à l'article 14, § 1^{er}, 3^o, de la loi du 25 octobre 2016, des services d'investissement peuvent être offerts et fournis à ces personnes, en Belgique, pour autant que l'entreprise de pays tiers soit, pour ces services, soumise dans son État d'origine ou dans son État d'implantation à un régime équivalent à celui applicable aux entreprises de droit belge (cf. *supra*, n° 41).

Il n'y a, à l'heure actuelle, aucune succursale agréée en Belgique d'entreprises d'investissement relevant du droit d'un État tiers.

CHAPITRE 4. CONCLUSIONS

48. La fourniture transfrontalière de services d'investissement, dans l'Union européenne, par des entreprises d'investissement relevant du droit d'un État membre de l'Espace économique européen, suscite peu de débats depuis l'harmonisation des règles en la matière par la directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, et l'affinement de ces règles par la suite dans les directives MiFID I et MiFID II. L'on a vu que ces activités transfrontalières sont régies par les principes clés du marché unique européen que sont la reconnaissance mutuelle et le principe du contrôle par l'État membre d'origine.

Seule la question de la localisation de la prestation de services d'investissement et/ou de l'exercice d'activités d'investissement fait encore l'objet d'interprétations, fondées sur la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, les communications interprétatives de la Commission européenne, et les guidances des autorités

de contrôle nationales. Or, cet aspect paraît essentiel eu égard à la fourniture croissante de services à distance et une harmonisation plus large en la matière pourrait encore simplifier les démarches des entreprises d'investissement.

49. Comme on l'a également vu, l'harmonisation des règles applicables aux prestataires de services d'investissement relevant du droit d'un État non membre de l'Espace économique européen, désireux d'exercer des activités dans l'Union européenne, est quant à elle encore, à ce stade, un travail inachevé. L'harmonisation de ces règles n'a en effet pas pu aboutir complètement lors de la refonte de la directive MiFID. Selon les catégories de clients auxquels elles s'adressent et l'existence, ou non, d'une décision d'équivalence relativement à leur État tiers d'origine, les entreprises concernées doivent parfois combiner l'application de plusieurs régimes nationaux avec les quelques aspects partiellement harmonisés par la directive MiFID II et le règlement MiFIR.

Cette harmonisation incomplète est au détriment des entreprises de pays tiers, mais également de la sécurité juridique. Les règles en la matière peuvent en effet apparaître aux yeux de certains comme un ensemble hétéroclite de règles complexes.

Un premier test d'application de ces règles devrait survenir dans le cadre de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union européenne.

50. Une harmonisation plus large des règles applicables en la matière est encouragée par la plupart des commentateurs afin de dépasser l'actuelle fragmentation des régimes nationaux des pays tiers et de garantir des conditions de concurrence équitables pour tous les acteurs de services financiers sur le territoire de l'Union européenne.

Ceci étant, une harmonisation plus large exigerait que les États membres s'accordent pour ouvrir davantage le marché européen aux entreprises de pays tiers et leur en faciliter l'accès.

Enfin, l'harmonisation devrait en tout état de cause être équilibrée afin de ne pas porter préjudice à l'utilité que peut représenter un certain degré de discrétion laissé aux États membres et à leurs autorités nationales, à tout le moins sur certains aspects, afin de s'assurer que les règles adoptées soient adaptées aux caractéristiques de leur marché, principalement pour les clients de détail, dont la protection doit être la plus efficace possible, eu égard à leurs préférences et vulnérabilités. ■

96. Art. 6, § 3, de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement. Les sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement sont les entreprises d'investissement de droit belge dont l'agrément ne couvre que certains services et/ou activités d'investissement, à savoir la réception et transmission d'ordres, l'exécution d'ordres, la gestion de portefeuille et le conseil en investissement, ainsi que certains services auxiliaires. Les entreprises d'investissement de droit belge qui entendent prêter d'autres services ou exercer d'autres activités en Belgique doivent obtenir un agrément auprès de la Banque nationale de Belgique, en qualité de société de bourse.

97. L'agrément est accordé par la FSMA selon les modalités et conditions fixées à l'article 84 de la loi du 25 octobre 2016 relative à l'accès à l'activité de prestation de services d'investissement et au statut et au contrôle des sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement.