

Projet de loi

relative aux titres dématérialisés et portant modification de:

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier;
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier;
- la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales;
- la loi modifiée du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur;
- la loi modifiée du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles;
- la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif;
- la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif;
- la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés;
- la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation.

Avis du Conseil d'Etat

(13 novembre 2012)

Par dépêche du 13 septembre 2011, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a soumis à l'avis du Conseil d'Etat le projet d'avis sous rubrique, élaboré par le ministre des Finances. Au texte du projet étaient joints un exposé des motifs, un commentaire des articles ainsi qu'une fiche d'évaluation d'impact.

Au jour de l'adoption du présent avis, le Conseil d'Etat ne disposait d'aucun avis des chambres professionnelles concernées. Il est cependant d'avis qu'il aurait été utile de disposer de l'avis de la Chambre de commerce.

Considérations générales

D'après l'exposé des motifs, l'objectif du projet sous avis est de moderniser le droit luxembourgeois des titres en introduisant la faculté généralisée pour les sociétés de capitaux luxembourgeois d'émettre des titres de capital sous forme dématérialisée et pour tout autre émetteur d'émettre des titres de créances dématérialisés régis par le droit luxembourgeois.

La doctrine luxembourgeoise s'est penchée sur les notions de « titres » et de « dématérialisation ». Quant à celle de « titres », il est constaté que « Le législateur luxembourgeois n'a pas fait preuve d'une grande rigueur

terminologique en parlant de titres. Suivant qu'il est intervenu en droit civil, en droit commercial ou en droit administratif, il se réfère tantôt à la notion de « valeur mobilière », de « titre » ou d'« instrument financier ». Historiquement, le terme « valeur mobilière » fut le plus utilisé. (...) La notion de « titre » est apparue lors de l'élaboration du règlement grand-ducal du 18 décembre 1981 (abrogé) afin de donner un champ d'application aussi large que possible aux règles concernant le nantissement, la circulation et la perte de titres. (...) La loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier utilise à la fois les termes « valeur mobilière » (annexe II, section B), « instrument financier » (article 28) et « titre » (article 28-2) de sorte qu'il faut conclure que dans l'état actuel de la législation, le terme de « titre » doit être considéré comme un concept générique qui inclut les instruments financiers et les valeurs mobilières. Dans la pratique financière luxembourgeoise, les titres comprennent donc tous les instruments juridiques habituellement négociés sur le marché des capitaux, le marché monétaire et le marché des produits dérivés pour autant que ces produits soient titrisés. »¹

Quant à la dématérialisation, on note que « Le terme de « dématérialisation » est devenu usuel pour désigner la technique qui permet de remplacer des certificats au porteur ou des titres à ordre par des inscriptions en compte. Elle permet également de remplacer les inscriptions dans un registre nominatif par des inscriptions en compte. (...) La dématérialisation est (...) une technique qui permet d'appliquer un autre type de support, à savoir les comptes, que ceux-ci soient tenus sur support papier ou sur support informatique, pour matérialiser les droits que constituent les titres. »²

En matière de modes de transfert de titres, on distingue entre transfert physique et transfert scriptural. D'après l'article 3 de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles, le transfert scriptural est celui qui se réalise par le virement des titres d'un compte à un autre. Il est évident que ce type de transfert s'opère facilement sur des titres dématérialisés. S'agissant de titres matérialisés, le transfert scriptural suppose la fongibilité des titres concernés. Il s'ensuit que fongibilité et dématérialisation ne doivent pas être confondues. Si la fongibilité est une condition nécessaire pour le transfert scriptural d'un titre matérialisé, on peut par contre imaginer l'existence d'un titre dématérialisé non fongible, d'autant plus que le projet sous avis fait des titres dématérialisés un type particulier de titres, à côté des titres au porteur et des titres nominatifs, dont la dématérialisation pourra continuer sur base des techniques préexistantes au présent projet, telles que développées *de facto* par la pratique (cf. l'exposé des motifs). On aura dès lors à l'avenir des titres dématérialisés « en soi », émis sur base du projet sous avis, et des titres nominatifs ou au porteur « techniquement dématérialisés », sur base de législations ou de pratiques antérieures, et dont la dématérialisation potentielle, à un moment ou l'autre de leur existence, n'est pas irréversible, s'agissant simplement d'un moyen de circulation ou d'inscription en compte. En termes philosophiques, coexistera ainsi le titre dématérialisé « nouméral » à côté du titre dématérialisé « phénoméral », les deux

¹ Paul Mousel et Franz Fayot, La circulation des titres, *in* Droit bancaire et financier au Luxembourg, éd. Larcier N^{os} 39-12 et 39-13, p. 1326 et 1327.

² Yves Prussen, Le régime des titres et instruments fongibles, *ibidem*, N^o 38-34, p. 1302 et 1303.

catégories n'étant pas fongibles entre elles. On verra dans l'examen des articles comment cette coexistence pourra s'articuler en fait et en droit.

Le Conseil d'Etat voudrait précisément achever ses observations introductives par un bref historique de la dématérialisation *de facto* de titres en droit luxembourgeois, préexistante au projet sous avis, et qui continuera d'exister même après l'entrée en vigueur de la loi en projet.

Dans sa version originale, le règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières ne connaissait pas la dématérialisation. Cette idée ne fut introduite que par une modification de 1994 suite à laquelle l'article 2(1) du règlement grand-ducal disposait que « sont réputées fongibles les valeurs mobilières déposées auprès d'un dépositaire sans indication de numéros ou d'autres éléments d'identification individuels. Elles sont inscrites dans un compte et peuvent être virées d'un compte à un autre. »

Or, comme on a vu ci-avant, il ne faut pas confondre fongibilité et dématérialisation car même si les deux vont souvent de pair, la première est une technique en vue d'une circulation plus aisée, alors que la seconde dénomme une catégorie juridique.

C'est la loi précitée du 1^{er} août 2001, abrogeant par ailleurs le règlement grand-ducal de 1971, qui a expressément introduit la notion de dématérialisation en disposant à l'article 1^{er} que la loi « s'applique aux titres et autres instruments financiers, qu'ils soient matérialisés ou dématérialisés ». Ce sont ensuite le règlement grand-ducal du 19 décembre 2002 fixant les conditions et les modalités d'émission d'emprunts d'Etat, de même que la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, qui font référence à la notion.

Or, tous ces textes ne créent pas de régime spécifique pour une nouvelle catégorie juridique de titres, mais rendent possible la dématérialisation de titres nominatifs ou au porteur via des techniques de conservation ou d'inscription appropriées.

Tout comme la doctrine, la jurisprudence luxembourgeoise a reconnu la dématérialisation de titres. Ainsi, dans un arrêt du 16 mars 2005, la Cour d'appel a retenu que « la pratique luxembourgeoise des affaires admet le procédé de dématérialisation des titres nominatifs dans laquelle elle voit la substitution à l'inscription existant dans le registre tenu par l'émetteur ou un tiers au nom d'une personne d'une nouvelle inscription au nom d'une autre personne ».

Dans une approche comparative, coexistent en Europe des systèmes juridiques sans dématérialisation de titres, des systèmes mixtes, et des systèmes ne connaissant plus que les titres dématérialisés. Le Luxembourg se situera donc dans la classe des régimes à dématérialisation facultative, dans la mesure où des émetteurs spécialisés émettront ces titres, ou appliqueront une procédure de conversion à des titres matérialisés si telle est la volonté de l'émetteur.

Examen des articles

Le *chapitre I* (articles 1^{er} à 4) réunit les dispositions générales.

En premier lieu, l'article 1^{er} peut être supprimé alors qu'il est superfétatoire en ce qu'il définit l'objet de la loi de façon tautologique par rapport à l'intitulé de la loi. Les articles subséquents sont à renuméroter.

Quant à l'article 2, au point 11 définissant la notion de « titres », l'alinéa qui débute par « pour l'application de la présente loi » est à constituer en point à part ou du moins à constituer en (c), alors qu'il définit précisément ce qu'il ne faut pas entendre par titres au sens de la loi sous avis.

Pour ce qui est de la définition des titres dématérialisés (point 13), le Conseil d'Etat recommande d'intégrer dans la définition même les titres dématérialisés non pas dès leur émission, mais suite à une conversion, tel que décrit au chapitre II. En effet, la définition ne serait que partielle si elle n'incluait pas cette voie. Cela est d'autant plus important que les titres dématérialisés constitueront une catégorie juridique à part en droit luxembourgeois.

Il ressort de la définition que la caractéristique fondamentale d'un titre dématérialisé est qu'il n'existe qu'en vertu d'une inscription en compte. A part la suppression du support papier et donc l'aspect « écologique » de la solution, elle a beaucoup d'avantages en matière de circulation, et donc aussi de traçabilité pour ce qui est de la lutte contre le blanchiment d'argent et l'appréhension fiscale d'un patrimoine.

Au point 14, il convient d'ajouter une référence aux fonds de titrisation.

Quant à l'article 3, le Conseil d'Etat se demande si la terminologie « sont matérialisés » utilisée au paragraphe 1^{er} est judicieuse. En effet, les procédés décrits à l'article 3, tant au paragraphe 1^{er} qu'au paragraphe 2, ne transforment nullement la nature dématérialisée des titres dont il s'agit. Dans l'hypothèse du paragraphe 1^{er}, il s'agit au mieux d'une matérialisation au sens philosophique du terme (devenir matière) plus qu'au sens juridique, alors qu'un titre dématérialisé est « matière juridique » au même titre qu'un document sur support fongible. On pourrait dès lors retenir une terminologie comme « sont documentés ».

Il faut de même bien se garder de l'idée que le processus décrit au paragraphe 2 soit une matérialisation au sens juridique du terme, alors que ledit processus laisse subsister la nature dématérialisée des titres en question. La difficulté résulte du fait qu'en droit luxembourgeois, les titres dématérialisés seront une catégorie juridique à part, alors que dans d'autres systèmes juridiques, cela soit n'existe pas du tout, soit est simplement considéré comme une technique de circulation portant sur des titres nominatifs ou au porteur. Le droit luxembourgeois n'aura cependant pas fait ce choix seul, étant donné que par exemple aussi la Suisse, l'Espagne et, dans une certaine mesure, la Belgique, retiennent également cette option.

La ségrégation de comptabilisation décrite à l'article 4 procède encore du même souci de ne pas confondre (ou rendre fongibles) titres dématérialisés par nature et titres, le cas échéant, techniquement dématérialisés.

Le *chapitre II* (articles 5 à 13) traite de l'émission et de la conversion en titres dématérialisés.

Tout d'abord, à titre purement rédactionnel, le Conseil d'Etat souligne que l'article 5, paragraphe 2, doit être libellé comme suit:

« Tout émetteur immatriculé au registre de commerce et des sociétés du Grand-Duché de Luxembourg doit déposer audit registre... »

Ensuite, quant au fond, on constate que si l'émission initiale de titres dématérialisés est chose aisée du moment que l'émetteur se met en conformité, la conversion de titres préexistants en titres dématérialisés s'avère assez compliquée, vu les conséquences attachées à une telle opération.

Le Conseil d'Etat relève d'ailleurs que, vu que le secteur financier utilise largement l'anglais comme langue véhiculaire, la notion même de « conversion », fondamentale dans le cadre du projet sous avis, pourrait prêter à une confusion non souhaitable. En effet, en terminologie juridique anglaise, la « conversion » s'apparente au recel. Réfléchir à trouver un synonyme approprié pourrait dès lors s'avérer utile.

La « conversion » soulève de multiples difficultés: tout d'abord, l'émetteur doit se mettre en conformité. Ensuite, il doit stipuler si la conversion est obligatoire ou facultative. C'est surtout la conversion obligatoire qui cause des difficultés supplémentaires si les titulaires ne s'y prêtent pas dans le délai requis. Les conséquences sont en effet sévères, allant de la suspension du droit de vote attaché aux titres concernés jusqu'à leur mise en vente forcée. Le Conseil d'Etat estime que l'on peut pour le moins discuter si l'arsenal de ces sanctions résisterait le cas échéant à la mise à l'épreuve judiciaire initiée par des titulaires s'estimant spoliés, voire expropriés.

Quant à l'article 13 relatif au gage, le Conseil d'Etat peut se rallier en tous points aux considérations du Conseil de l'Ordre du barreau de Luxembourg dans un avis du 27 septembre 2012, de sorte que l'article 13 prendrait le libellé suivant:

« Le gage, (...), reste valable et continue à sortir tous ses effets, sans autres formalités quant aux mêmes titres dématérialisés inscrits en compte-titres au Luxembourg dont la possession continuée est réalisée à l'égard des tiers par leur inscription en compte-titres. (...) »

Lorsque des titres qui forment l'assiette de ce gage sont soumis à une dématérialisation obligatoire, le constituant et le créancier gagiste conviennent qui d'entre eux procédera à la dématérialisation avant la date limite prévue à cet effet. A défaut d'accord, ou si malgré un accord en ce sens le constituant néglige de procéder à la dématérialisation endéans le délai convenu, le créancier gagiste pourra seul y procéder. Sauf convention contraire, (...). Si la conversion est

diligentée par le créancier gagiste, le constituant du gage doit y prêter tout concours nécessaire. »

Le *chapitre III* (articles 14 et 15) règle la transmission des titres dématérialisés, qui se fait par virement de compte en compte. C'est la conséquence logique de la nature même de ce type de titres, dont l'existence même se définit précisément par leur inscription en compte.

Les articles 14 et 15 contiennent deux « preuves » étayant que les titres dématérialisés sont une catégorie juridique à part, à savoir 1. (article 14(2)) qu'il est disposé que les dispositions de la loi du 1^{er} août 2001 sont applicables sauf dérogation, ce qui montre qu'on se situe dans une hypothèse « mutatis mutandis » qui n'affecte pas la coexistence d'une technique de dématérialisation à côté de la catégorie juridique « pure », et 2. (article 15(3)) que la dématérialisation n'exclut pas le don manuel.

Le *chapitre IV* (articles 16 à 19) concerne l'émetteur de titres dématérialisés. Il s'agit d'assurer que l'état dématérialisé des valeurs mobilières concernées ne porte atteinte ni aux droits des porteurs, ni à la traçabilité des titres et à l'identification des porteurs pour les émetteurs. En effet, dématérialisation ne signifie pas anonymisation. Les dispositions en question n'appellent pas d'observations de fond.

Le *chapitre V* (articles 20 à 24) régit les organismes de liquidation et les teneurs de compte central. Il convient tout d'abord de comprendre qui sont ces acteurs essentiels pour la circulation et la tenue en compte de titres dématérialisés.

L'article 2 du projet sous avis regroupe les définitions essentielles dans le cadre du nouveau texte. Or, pour comprendre ce qu'est un organisme de liquidation, le point 6 dudit article renvoie à l'article 20, qui renvoie à son tour à la loi relative aux services de paiement, sans autres explications. Il faut dès lors se reporter à la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement, et plus précisément à ses articles 107 et suivants. En effet, on trouve là une définition par description des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres. Or, d'après l'article 20 du projet sous avis, seul un système de règlement des opérations sur titres au sens de la loi de 2009 peut agir comme organisme de liquidation. Le texte sous avis omet cependant de décrire en quoi consiste la condition suffisante pour être agréé comme organisme de liquidation, le fait de l'être comme système de règlement des opérations sur titres étant la condition nécessaire. Autrement dit, quel est l'élément de substance distinctif entre ces deux notions? Le Conseil d'Etat invite les auteurs du projet à suppléer cette partie manquante de la définition.

Quant aux teneurs de compte central, le procédé de définition initié à l'article 2, point 10 est assez semblable, opérant par renvoi direct à la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier, avec cependant la différence notable que cette nouvelle catégorie de professionnels du secteur financier (PSF) est seulement créée et introduite dans la loi de 1993 par le projet sous avis même. Il convient donc de se reporter à l'article 25, point 1 du projet sous avis pour savoir de quoi il s'agit. Le Conseil d'Etat reviendra dès lors sur les teneurs de compte central dans son commentaire de l'article 25.

Le Conseil d'Etat note cependant d'ores et déjà qu'au vu des nouveaux articles 28-11 à 28-13 de la loi de 1993, l'article 21 du projet sous avis est superfétatoire et est dès lors à supprimer.

Concernant l'article 23, le Conseil d'Etat suggère d'ajouter que lesdits comptes d'émission sont également soustraits à toute procédure de compensation (« *netting* ») ou assimilée. Il doit en effet s'agir d'un patrimoine à part protégé contre toutes sortes de procédures lancées à l'initiative de créanciers tiers.

Se pose ici la question d'une procédure de liquidation du teneur de compte central. Les comptes d'émission tomberaient-ils dans la masse? De l'avis du Conseil d'Etat, ils devraient être neutralisés ou du moins neutralisables par décision justifiée des intervenants en charge de la procédure de liquidation. Il conviendrait d'adapter le texte en ce sens.

Le *chapitre VI* (articles 25 à 33) réunit les dispositions modificatives affectant plusieurs lois régissant le secteur financier, et la disposition finale (article 33) qui n'appelle pas observations.

L'article 25 modifie la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier. Le point 1) introduit cette nouvelle catégorie de PSF, à savoir les teneurs de compte central. Il est prévu d'en faire une nouvelle sous-section *2bis* de la section 2 du chapitre 2, partie I de la loi. Le chapitre 2 est consacré aux PSF, et la section 2 s'intitule « Dispositions particulières à certaines catégories de PSF ». La sous-section 2 porte sur les PSF spécialisés. Le Conseil d'Etat recommande de ne pas faire des nouvelles dispositions une sous-section *2bis*, mais d'introduire le nouvel article 28-11 dans l'actuelle sous-section 2 à la suite de l'actuel article 28-10. Quant aux articles 28-12 et 28-13, ils sont superfétatoires et partant à supprimer, alors que les conditions et la procédure d'agrément actuellement déjà prévues pour ce type d'acteurs dans la loi modifiée de 1993 s'y appliquent.

La substance des dispositions étant amplement expliquée au commentaire des articles, le Conseil d'Etat n'a pas d'observations supplémentaires.

L'article 26 modifie la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. Il convient en effet d'adapter le droit général des sociétés à l'introduction d'une nouvelle catégorie de titres.

Les nouvelles dispositions n'appellent que quelques observations au-delà de ce qui est exposé au commentaire des articles. En premier lieu, l'article 37, dernier alinéa de la loi de 1915 disposera désormais que « les actions et les coupures portent un numéro d'ordre, sauf si elles sont émises sous forme dématérialisée ». Qu'en est-il alors de titres convertis? Continueront-ils de porter un numéro d'ordre ou ce dernier est-il supprimé automatiquement lors de la conversion? Dans l'un comme dans l'autre cas, il convient de le spécifier.

Pour ce qui est du droit, le cas échéant, de propriétaires de titres d'en demander la conversion en titres dématérialisés, aucune question ne se pose si lesdits propriétaires sont pleins propriétaires et exercent en personne tous

les droit attachés au titre. Mais qu'en est-il en cas de démembrement en nue-propriété et usufruit? Qu'en est-il si les titres sont constitués en sûreté au profit d'un tiers? Dans le premier cas, le droit de conversion devrait appartenir au seul nu-propriétaire, dans le second cas, le constituant de la garantie ne devrait pas être privé du droit de conversion, quitte à avoir le cas échéant une obligation d'information du bénéficiaire. Ces questions seront à régler par voie contractuelle entre parties.

Ensuite, le Conseil d'Etat est d'avis que le nouvel article 71*bis* introduit par le point 9 est libellé de façon équivoque. On pourrait en effet y comprendre que seuls les porteurs de titres dématérialisés auront accès à une assemblée générale, à l'exclusion par raisonnement *a contrario* des porteurs de titres nominatifs et au porteur.

En plus, le texte proposé tient uniquement compte de l'émission de titres dématérialisés, mais non des hypothèses de conversion. Enfin, comme le texte ne laisse pas de choix quant à la date-butoir, celle-ci étant péremptoirement fixée au 14^e jour à 24h00 précédant l'assemblée générale, il n'y a pas lieu de renvoyer aux statuts, mais d'introduire une disposition coercitive dans la loi elle-même. En effet, reléguer une disposition obligatoire aux soins de l'initiative privée de modifier les statuts constituerait une approche dangereuse incompatible eu égard à la sécurité juridique, de sorte que le Conseil d'Etat doit s'y opposer formellement. Le Conseil d'Etat tient encore à préciser qu'il s'agit de 13 jours entiers de 24 heures, le jour *a quo* (celui de la dématérialisation ou de l'acquisition de titres dématérialisés) et le jour *ad quem* (celui de l'assemblée générale) n'étant pas pris en compte.

Le nouvel article 71*bis*, que le Conseil d'Etat recommande de nommer 71, vu que ledit article est vacant depuis une abrogation du 7 septembre 1987, pourra dès lors être libellé comme suit:

« Art. 71. Les porteurs d'actions ou titres dématérialisés peuvent accéder à l'assemblée générale et exercer leurs droits uniquement s'ils détiennent lesdits actions ou titres dématérialisés au plus tard le quatorzième jour précédant l'assemblée à 24 heures, heure de Luxembourg. »

L'article 27 modifiant la loi modifiée du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur n'appelle pas d'observations.

L'article 28 réécrit la loi modifiée du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles pour tenir compte de la nouvelle catégorie de titres.

Les articles 29 à 31 apportent les modifications nécessaires aux textes en matière d'organismes de placement collectif et de fonds d'investissement spécialisés.

Enfin, l'article 32 complète la loi relative à la titrisation.

L'ensemble des articles 28 à 32 est commenté et expliqué amplement au commentaire des articles. Seule la pratique pourra enseigner si les véhicules ouverts à une large distribution au public vont se servir de la

nouvelle catégorie de titres. Seule la pratique permettra également de dire si, au-delà des prescriptions et précautions très minutieuses qui seront insérées dans les textes sous l'effet du projet sous avis, des difficultés, voire des incongruités non prévues vont pointer. Il conviendra alors d'y remédier le moment venu.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 13 novembre 2012.

Pour le Secrétaire général,
Le Secrétaire adjoint,

s. Yves Marchi

Le Président,

s. Victor Gillen