

## Le nouveau cadre juridique pour la circulation de titres inscrits en compte suite à la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés

**Isabelle Lux**

*Avocat à la Cour*

*NautaDutilh Avocats Luxembourg*

**Meliha Dacic**

*Avocat*

*NautaDutilh Avocats Luxembourg*

### TABLE DES MATIÈRES

1. Contexte européen – Aperçu des initiatives européennes clés	8
1.1. La dématérialisation – une nécessité reconnue	8
1.2. L'apport de la Commission européenne	9
1.3. La Convention de La Haye et la Convention de Genève (Unidroit)	10
2. L'état de la question au Luxembourg	11
2.1. Le champ d'application de la Loi	13
2.2. Le processus de dématérialisation	13
2.3. Caractéristiques des titres dématérialisés et les droits y attachés	16
3. Considérations finales	18

## 1. Contexte européen – Aperçu des initiatives européennes clés

### 1.1. La dématérialisation – une nécessité reconnue

Le phénomène de «dématérialisation» des titres et la mise en place progressive de législations nationales plus sophistiquées en la matière peuvent être constatés dans une multitude de pays européens et bien que les motivations premières des divers législateurs divergent (lutte anti-fraude, transparence, diminution de coûts, sécurité juridique etc), le phénomène de «dématérialisation» répond d'abord et surtout à une nécessité issue de la pratique et du nombre de transactions sur titres. Le besoin de «dématérialisation» des titres est en effet lié à la réalité que la majorité de la transmission et la circulation des titres se font dans un environnement international et ces mouvements sur titres prennent désormais, pour la majorité des

transactions, la forme de transmission et de circulation par voie d'inscription en compte plutôt que par une tradition effective d'un titre «papier».

En effet, une fois un titre émis par l'émetteur sur le marché primaire, et pour les besoins de circulation des titres dans le marché secondaire, il faut trouver une possibilité d'inscrire le titre dans un compte-titres qui peut soit (i) être directement ouvert auprès de l'émetteur, soit (ii) chez un intermédiaire (dans la plupart des pays européens, il s'agit d'une banque ou d'une entreprise d'investissement réglementée) afin d'en permettre une circulation effective<sup>1</sup>. Il va de soi que pour permettre une circulation par inscription en compte, il suffit que le titre prenne une apparence «dématérialisée» sans nécessairement être effectivement émis originellement sous la forme «dématérialisée» selon le droit qui s'applique à lui<sup>2</sup>.

Malgré le constat évident que la circulation des titres ne s'arrête pas aux diverses frontières nationales et que la circulation, dans le marché secondaire, fait intervenir divers intermédiaires tout au long d'une chaîne de circulation et non seulement une relation entre l'émetteur et son investisseur, il n'existe à l'heure actuelle pas encore de législation européenne en vigueur spécifique traitant de la circulation des titres inscrits en compte et de la relation entre les différents intermédiaires et leurs titulaires de compte respectifs. La matière reste dès lors régie localement par chaque juridiction, ce qui soulève de nombreuses questions<sup>3</sup>.

1. Avec la nouvelle loi luxembourgeoise du 6 avril 2013, l'inscription du titre doit nécessairement se faire dans un compte-titres ouvert auprès d'un intermédiaire financier.  
2. Ainsi certaines techniques d'immobilisation des titres auprès d'un dépositaire ou d'un CSD (et l'utilisation de certificats globaux telle la structure de

la New Global Note), voire le recours à un dépôt collectif et l'utilisation de la technique d'un nommée ou autre représentation, permettent d'aboutir au même effet de «dématérialisation».  
3. Voir sur ce sujet A. GOURIO et L. THEBAULT, «Le droit européen des titres financiers: L'heure du choix».

Ce constat n'est évidemment pas nouveau<sup>4</sup> et les barrières existantes sur le marché européen des valeurs mobilières ont été examinées par la Commission européenne pendant de nombreuses années déjà dans le but de créer un marché unique sûr et efficace pour les services financiers. Ainsi, les deux rapports Giovannini (publiés en 2001 et 2003) ont identifié plusieurs barrières dans le cadre de la circulation des titres dans le marché secondaire, pour lesquelles différentes initiatives ont été mises en place par la Commission en vue de trouver un remède.

Ces deux rapports ont notamment mis en avant trois catégories d'obstacles pour la circulation des titres étant liées:

- (i) aux exigences techniques et pratiques de marché;
  - (ii) à la taxation
  - (iii) à la sécurité juridique
- et dont seules certaines barrières identifiées dans cette dernière catégorie (sécurité juridique) vont retenir notre attention immédiate.

## 1.2. L'apport de la Commission européenne

Les barrières juridiques identifiées dans les rapports Giovannini qui nous intéressent directement dans le cadre de l'adoption de la nouvelle loi, sont en particulier la barrière n 9 (localisation des titres), la barrière n 13 (absence d'un cadre juridique européen) et la barrière n 15 (conflit de lois). En vue d'aborder les obstacles liés à cette catégorie et identifiés lors de l'élaboration des deux rapports Giovannini, la Commission avait ainsi créé un groupe d'experts, le Groupe pour la sécurité juridique (Legal Certainty Group<sup>5</sup>), dont la mission consistait à conseiller sur la meilleure méthode à utiliser pour démanteler les obstacles juridiques identifiés. La première réunion de ce groupe s'était tenue à Bruxelles le 31 janvier 2005. La matière étant cependant assez dense et les questions tenant à la sécurité juridique de la circulation des titres assez nombreuses, l'étendue des questions faisant partie du mandat du groupe d'experts avait été discutée dès la première réunion du groupe d'experts. Au sujet de l'étendue de sa mission, le groupe avait ainsi opté, dès le début de son mandat, de rester neutre («conflit-neutre») par rapport à certaines questions tenant à la détermination de la loi applicable («règle de conflit de lois»). Les questions de droit international privé aboutissant à la localisation des titres et au droit de propriété, qui étaient notamment une ambition suivie par la Convention de La Haye sur les titres (que nous

allons évoquer brièvement), n'allaient dès lors pas faire l'objet du travail de ce groupe d'experts<sup>6</sup>.

Malgré la délimitation de l'objet du mandat et l'approche neutre quant à la détermination de la loi applicable («conflit-neutre») adoptée par le groupe d'experts et malgré que, dans ses conclusions, le groupe d'experts a appelé à l'harmonisation de certains domaines du droit et à la préparation d'une législation européenne dans ce domaine, il reste un fait, qu'actuellement, il n'existe toujours pas de législation européenne en la matière. De plus, à l'heure actuelle, ni la source de la future législation européenne (directive versus règlement), ni le contenu exact des points abordés par la future législation européenne sont connus. Certes, un premier projet de législation est attendu dans les semaines et mois à venir et le procès-verbal de la première réunion du comité d'experts établi en vue de la préparation de cette législation européenne semble indiquer que ce projet traiterait de la question de la «propriété» des titres («qui détient la propriété de quoi?»)<sup>7</sup>, ce qui plaiderait plutôt en faveur d'un règlement que d'une directive. Si on suit l'indication contenue dans ce procès-verbal, le projet de législation européenne sera beaucoup plus ambitieux quant à l'objet couvert que le cadre conseillé par le Legal Certainty Group dans ses conclusions<sup>8</sup>. Le champ d'application de la future législation européenne n'étant cependant pas encore connu, il faut rester patient et attendre de voir le résultat final. L'association européenne des dépositaires centraux (ECSDA) a ainsi recommandé récemment d'aborder certes la question de la règle de conflit de lois dans cette législation européenne pour déterminer la loi applicable, mais ce sans aller jusqu'à la question de la détermination du droit de propriété strictement parlé qu'il faudrait laisser reposer sur les règles fixées par la juridiction nationale compétente ainsi désignée<sup>9</sup>.

Comme indiqué déjà auparavant, les initiatives en la matière n'étaient pas limitées aux seules initiatives de la Commission européenne et la Commission s'est inspirée d'autres travaux existants en la matière. A cet égard, il convient de rappeler le travail considérable qui avait déjà été fourni lors de l'élaboration de la Convention de La Haye sur les titres<sup>10</sup> et de la Convention de Genève sur les titres (Unidroit) de 2009<sup>11</sup>, cette dernière ayant beaucoup inspiré le Legal Certainty Group et ayant tout comme lui adopté une approche neutre («conflit-neutre»). Par ailleurs, il ne faut pas non plus perdre de vue d'autres travaux de la Com-

4. Voir notamment le communiqué de presse du 1<sup>er</sup> février 2005 de la Commission européenne (Commission Européenne – IP/05/123 01/02/2005) sur la constitution d'un groupe d'experts sur les questions de sécurité juridique liées à la compensation et au règlement-livraison.

5. EU Clearing and Settlement – Legal Certainty Group.

6. Dans ce sens, voir aussi le 2<sup>ème</sup> avis du Legal Certainty Group de 2006 excluant la barrière n 9 (localisation des titres) telle qu'identifiée par le rapport Giovannini.

7. Procès-verbal de la réunion du groupe d'experts de la législation en matière de titres du 19 novembre 2012.

8. Voir aussi en ce sens ABBL, communiqué de presse du 30/4/2013.

9. ECSDA (European Central Securities Depositories Association) recommendations on the upcoming Securities Law Legislation, recommandation du 26 février 2013.

10. Convention du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire.

11. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiaires (Genève, 2009).

mission fort proches de la matière de la circulation des titres et ayant entretemps abouti, telles la directive 98/26/CE sur le caractère définitif du règlement et la directive 2002/47/CE sur les garanties financières (modifiées toutes les deux par la directive 2009/44/CE).

La difficulté de créer un cadre juridique harmonisé au niveau européen pour la circulation internationale de titres inscrits en compte est surtout liée au nombre impressionnant de questions sous-jacentes et à la multitude des matières touchées selon l'angle d'analyse adopté ainsi qu'aux réponses différentes apportées au niveau des différentes juridictions de sorte que plus le projet de départ est ambitieux et se veut complet, plus il sera difficile d'apporter une réponse harmonisée à une question touchant la circulation transfrontalière d'un «même» titre dans diverses juridictions.

### 1.3. La Convention de La Haye et la Convention de Genève (Unidroit)

La Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a ainsi tenté de trouver certaines solutions à des questions juridiques posées lors de la circulation d'un titre dans la relation entre un teneur de comptes (ou dépositaire) et le titulaire de compte tout en admettant que dans le cadre de la circulation du même «titre», il pouvait exister plusieurs relations différentes entre plusieurs teneurs de comptes et les titulaires de compte respectifs dans la mesure où le même titre circule, en règle générale, à travers une chaîne d'intermédiaires (teneur de comptes ou dépositaire) en suggérant notamment une règle de conflit de lois (connue sous la dénomination d'«*approche du lieu de l'intermédiaire pertinent*» ou PRIMA). Cette «règle de conflit de lois» poursuivait le but de déterminer la loi applicable sans tenter d'aller jusqu'à l'harmonisation de la réponse à apporter dans les différents droits concernés et disposait que la loi applicable était la «loi convenue entre l'intermédiaire pertinent et le titulaire de compte» dans cette convention. L'approche PRIMA a, par ailleurs, déjà été retenue par d'autres textes européens (telle la directive

sur les garanties financières). Si la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est un traité multilatéral international destiné à éliminer, à l'échelon mondial, l'insécurité juridique en ce qui concerne les opérations transfrontalières sur titres, il est à noter que cette convention n'est pas encore en vigueur à l'heure actuelle faute de signatures<sup>12</sup>.

Dans le cadre de l'élaboration de la Convention de Genève sur les titres, qui a fortement inspiré le Legal Certainty Group, les rédacteurs de cette convention ont considéré les travaux de la Convention de La Haye (ainsi que la non-signature de cette convention). Cependant l'avantage de la Convention de Genève a été que, dès le début des travaux, les auteurs ont reconnu la multitude de questions juridiques posées et la variété de réponses apportées au niveau local qui ont fait échouer l'entrée en vigueur de la Convention de La Haye, pour adopter une approche plus fonctionnelle et neutre («conflit-neutre») et ainsi limiter le débat et la convention aux seules règles matérielles de la circulation des titres sans essayer de toucher à la question de la détermination du droit de propriété du titre en circulation. La détermination du droit de propriété reste en effet, dans le cadre de la Convention de Genève, une question du ressort du droit local «approprié». La Convention de Genève n'a dès lors pas suivi la même ambition que celle qui a fait obstacle à la signature de la Convention de La Haye et qui consistait, même sans apporter une réponse harmonisée quant à la question sur le droit sur le titre, de vouloir imposer une règle de conflit de loi unique. L'approche essentiellement fonctionnelle adoptée par les rédacteurs de la Convention de Genève est, par ailleurs, un choix conscient avoué dans le préambule de la convention<sup>13</sup>.

Le travail effectué par la Convention d'Unidroit sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés du 9 octobre 2009 étant considérable et son impact sur la future législation européenne étant certain, une analyse détaillée de cette convention dépasserait le cadre du présent article et nous renvoyons à d'autres

12. Cette convention est signée par un seul pays, le Bangladesh.

13. Le préambule se lit comme suit:

«**CONSCIENTS** de la croissance et du développement des marchés financiers mondiaux et reconnaissant l'utilité de la détention des titres, ou des droits sur les titres, par le biais d'intermédiaires pour augmenter la liquidité des marchés financiers modernes,

**RECONNAISSANT** la nécessité de protéger les personnes qui acquièrent ou détiennent d'une autre façon des titres intermédiés,

**SENSIBLES**, en vue de faciliter les flux de capitaux et l'accès aux marchés des capitaux, à l'intérêt essentiel qu'il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations internes et transfrontalières portant sur des titres intermédiés,

**CONSCIENTS** du besoin d'améliorer la compatibilité internationale des systèmes juridiques ainsi que la solidité des règles internes et internationales concernant les titres intermédiés,

**DESIREUX** d'établir un régime juridique commun pour la détention et la disposition des titres intermédiés,

**CONVAINCUS** qu'une approche fonctionnelle dans la formulation de règles afin de tenir compte des différentes traditions juridiques concernées est la mieux à même de servir les objectifs de la présente Convention,

**TENANT DUMENT COMPTE** du droit non conventionnel pour les questions qui ne sont pas réglées par la présente Convention, **SOULIGNANT** l'importance de l'intégrité des émissions de titres dans un environnement global de détention intermédiée afin d'assurer l'exercice des droits des investisseurs et de renforcer leur protection,

**SOULIGNANT** que la présente Convention n'est pas destinée à harmoniser ou affecter le droit de l'insolvabilité sauf dans la mesure nécessaire pour assurer l'efficacité des droits régis par la présente Convention,

**RECONNAISSANT** que la présente Convention ne limite pas ou n'affecte pas la capacité des Etats contractants de réglementer, contrôler ou surveiller la détention et la disposition de titres intermédiés, ou toute autre question expressément couverte par la Convention, dès lors que cette réglementation, ce contrôle ou cette surveillance ne vont pas à l'encontre des dispositions de la présente Convention,

**CONSCIENTS** de l'importance du rôle des intermédiaires dans l'application de la présente Convention et de la nécessité que les Etats contractants réglementent, contrôlent ou surveillent leurs activités,

**SONT CONVENUS** des dispositions suivantes».

auteurs ayant analysé cette convention en détail<sup>14</sup>. Il nous importe cependant de signaler déjà que le texte de cette convention a également fortement inspiré le législateur luxembourgeois. En effet, le législateur luxembourgeois a saisi l'opportunité, avec l'adoption de la loi nouvelle du 6 avril 2013 sur les titres dématérialisés, d'implanter certaines des solutions retenues par la Convention de Genève en droit positif luxembourgeois. Ainsi, les modifications faites à la loi du 1<sup>er</sup> avril 2001 sur la circulation des titres et qui traitent de la question des droits de l'investisseur ou du titulaire du compte envers l'intermédiaire sont directement inspirées par la Convention de Genève.

## 2. L'état de la question au Luxembourg

Le contexte européen en matière de circulation des titres ayant été brièvement exposé au point 1., voyons comment le législateur luxembourgeois a traité la problématique lors du vote de la loi du 6 avril 2013 relative aux titres dématérialisés (la **Loi**)<sup>15</sup>.

Avec l'adoption de la Loi, le législateur a introduit en droit luxembourgeois la possibilité d'émettre ou de convertir des titres de capital et des titres de créance en titres sous forme «dématérialisée». L'adoption de cette Loi a nécessité la modification de plusieurs autres lois relatives, notamment, à l'émission et/ou à la conservation des titres, dont les lois suivantes:

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

Cette Loi s'inscrit dans le contexte européen exposé ci-avant et poursuit l'objectif de modernisation du droit luxembourgeois afin de permettre au Luxem-

bourg de rester compétitif en tant que place financière de premier rang. Le législateur luxembourgeois semble même avoir opté d'anticiper la législation européenne en cours d'élaboration démontrant une parfaite maîtrise des problématiques internationales posées en la matière et adoptant, tout comme les auteurs de la Convention de Genève et le Legal Certainty Group, une approche plutôt fonctionnelle, en ligne avec l'approche que le législateur avait déjà adoptée voici plus d'une trentaine d'années lors de l'adoption du règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières et reconconfirmée lors du vote de la Loi de 2001.

A l'instar d'autres pays européens (France, Belgique et Suisse), le Luxembourg dispose désormais d'un cadre juridique «quasi» complet relatif à la «dématérialisation» des titres même si on peut constater à la lecture de la Loi que la question de la propriété des titres n'a pas été spécifiquement traitée par le législateur luxembourgeois dans la Loi. Cette lacune peut cependant très bien avoir été un choix délibéré du législateur et ce en attente de l'avancée des travaux sur le projet de législation européenne et de son champ d'application. En effet, si le législateur luxembourgeois s'est inspiré du régime légal existant en Belgique en matière de dématérialisation, on peut constater que, contrairement au droit belge<sup>16</sup>, le législateur luxembourgeois n'a pas repris les termes de «propriétaire» ni d'«actionnaire» et ne s'est pas penché sur la question de savoir comment la propriété des titres s'établit. Il parle simplement de «titulaire du compte» et d'«investisseur» et des droits que le titulaire du compte ou l'investisseur a envers son teneur de comptes par rapport aux titres et ce en ligne avec l'approche retenue dans la Convention de Genève et par le Legal Certainty Group.

La notion de «dématérialisation» n'est pas pour autant nouvelle en droit luxembourgeois. En effet, le concept de titre «dématérialisé» a fait son apparition depuis bien longtemps. Le règlement grand-ducal (abrogé) du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières (tel que modifié par la loi du 8 juin 1994) permettait déjà la «dématérialisation» des titres par un dépôt auprès d'un dépositaire agréé avec instruction de les comptabiliser sur un compte qui est déclaré fongible<sup>17</sup>. Ce règlement s'est par ailleurs inspiré du texte belge en la matière<sup>18</sup> et a été adopté afin de développer l'activité de la société Cedel Internationale ou Cedel<sup>19</sup> (le prédécesseur de Clearstream) dont

14. Voir notamment le livre «Intermediated Securities», The Impact of the Geneva Securities Convention and the Future European Legislation, édité par Pierre-Henri CONAC, Ulrich SEGNA et Luc THEVENOZ, Cambridge University Press (2013).

15. Publiée au Mémorial A – N 71 du 15 avril 2013, p. 890.

16. Loi belge du 14 décembre 2005 portant suppression des titres au porteur.

17. Y. Prüssen, «Le régime des titres et instruments fongibles», *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Larciér 2004, vol. 3, p. 1288.

18. Arrêté royal n 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments qui tout comme

notre règlement visait le développement du système Euroclear en Belgique. Voir notamment M. VAN DER HAGEN, «Le système Euroclear», *Rev. Banque*, 1994.

19. Centrale de livraison de valeurs mobilières, renommée Clearstream Banking, qui a été créée le 28 septembre 1970 par 71 banques de 11 pays afin de fournir des services de compensation, règlement, garde et gestion de titres et de métaux précieux. Ce n'est qu'en 1995 que Cedel a obtenu le statut de banque (Cedelbank) et c'est en septembre 1999 qu'elle fut rebaptisée Clearstream Banking. Il s'agit en fait un système de règlement des opérations sur titres avec système de paiement intégré qui est un orga-

L'objet était justement d'assurer la compensation de titres sur un niveau international et de faciliter ainsi le débouclage de transactions dans le marché secondaire. Il s'agissait donc en pratique d'une «dématisation» de fait des titres déjà existants par le recours à des techniques d'inscription et de conservation des titres en compte sans qu'il y ait réellement un changement de forme (une «dématisation») des titres en question et ce afin d'en assurer la circulation (y compris de manière transfrontalière). Cette dématérialisation de fait afin d'assurer une circulation des titres soulève d'autres questions juridiques, notamment sur la nature du droit sur le «titre» et le risque encouru par l'investisseur final en cas de non-réconciliation de ses droits sur le titre tout le long de la chaîne de détention du titre<sup>20</sup>.

La «dématisation» des titres, respectivement le recours à des techniques de «dématisation», était admis en doctrine sur base du principe de l'autonomie de la volonté<sup>21</sup>. Ainsi, pour les titres au porteur, l'impression de certificats globaux déposés auprès d'un «dépositaire» en vue de leur immobilisation permettait déjà de rendre ces titres «fongibles» par cette technique de «dématisation» et de faciliter ainsi leur circulation par virement de compte à compte. S'agissant des titres nominatifs, le recours à la technique du prête-nom ou du *nominee* est également bien connu dans la pratique luxembourgeoise pour arriver à une «dématisation». A cet égard, la Cour d'appel a eu l'occasion de considérer que la pratique luxembourgeoise des affaires admet «le procédé de dématérialisation des titres nominatifs dans lequel elle voit la substitution de l'inscription existant dans le registre tenu par l'émetteur ou un tiers au nom d'une personne par une nouvelle inscription au nom d'une autre personne. Cette pratique admet que le «propriétaire» se fasse inscrire dans le registre des titres par l'intermédiaire d'un prête-nom, appelé *nominee*»<sup>22</sup>. Il est à noter que toutes ces techniques, qui continuent à être tolérées suite à l'adoption de la nouvelle Loi, n'opèrent pas de véritable «dématisation» du titre, ni de changement de forme du titre originel (au porteur ou nominatif), lequel continue de subsister en parallèle à l'utilisation de cette technique de «dématisation». Lors du recours à une technique de «dématisation» (sans réelle dématérialisation du titre), c'est en effet la forme originale du titre qui va déterminer la propriété effective du titre sous-jacent, quitte à ce que la nouvelle Loi reconnaisse aussi des droits au simple «titulaire de compte» sans se préoccuper directement de la question du droit de propriété. La Loi est donc venue confirmer la position doctrinale

et des techniques de «dématisation» existantes tout en introduisant, à côté de ces techniques, des titres réellement «dématisés» en la forme. La Loi prévoit, pour cette nouvelle forme de titres «dématisés», une procédure d'émission ainsi qu'une procédure pour la conversion de titres existants en titres dématérialisés.

Si des titres «dématisés» existaient déjà en pratique, respectivement pouvaient circuler sous forme «dématisée», le droit luxembourgeois ne reconnaissait pas la possibilité d'une émission sous forme immédiatement «dématisée» des titres, ce qui pour l'investisseur final constituait certainement un inconvénient dans la détermination de ses droits (dont notamment le droit de propriété). En effet, en vertu de la LSC, les sociétés de capitaux luxembourgeoises pouvaient seulement émettre leurs actions ou obligations (pour autant que régis par le droit luxembourgeois) soit sous la forme nominative, soit au porteur<sup>23</sup>. Une exception à ce principe existait néanmoins dans la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation<sup>24</sup> laquelle prévoit expressément que le règlement de gestion peut autoriser la société de gestion à émettre des valeurs mobilières «dématisées» représentées par une inscription en compte auprès de la société de gestion ou d'un professionnel agréé du secteur financier agissant pour elle.

Contrairement aux législateurs belge et français, le législateur luxembourgeois n'a cependant pas supprimé la possibilité de créer des titres au porteur. En effet, les titres «dématisés» coexisteront avec les titres nominatifs et les titres au porteur ainsi que les titres qui circulent de manière «dématisée» sans être pour autant réellement «dématisés». Par ailleurs, le législateur a pris soin de clarifier certains points tenant à l'utilisation de certificats globaux afin d'en renforcer la sécurité juridique et de faire un toilettage terminologique.

En France par contre, depuis une loi du 30 décembre 1981 dont l'objectif principal était de renforcer le contrôle fiscal, la dématérialisation obligatoire des valeurs mobilières a été introduite<sup>25</sup> sans laisser d'alternative.

En Belgique, la dématérialisation des titres a été introduite initialement par l'arrêté royal du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers et par la loi du 7 avril 1995 modifiant les lois sur les sociétés commerciales et l'arrêté royal précité de 1967. Plus récemment, c'est par une loi du 14 dé-

nisme «neutre» et «indépendant» dont l'objet consiste à assurer le clearing ainsi que le dépôt centralisé d'euro-obligations et d'actions. Elle est l'une des deux chambres de compensation internationale (ICSD), l'autre étant Euroclear, basée à Bruxelles.

20. Voir notamment P. DUPONT, La dématérialisation des titres: défi juridique et réalité incontournable, *Bulletin Droit et Banque* n 27.

21. P. Mousel et F. Fayot, «La circulation des titres», *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Larquier, 2004, vol. 3, n 39-11, p. 1326.

22. Arrêt de la Cour d'Appel du 16 mars 2005, n 27915.

23. Ancien article 37 de la LSC s'agissant des actions et ancien article 84 s'agissant des obligations émises par les sociétés anonymes luxembourgeoises.

24. Publiée au Mémorial A – N 46 du 29 mars 2004, p. 720.

25. Voir actuels articles L. 211-4 du Code Monétaire et Financier et L. 228-1 du Code de Commerce.

cembre 2005 que le législateur belge a mis en place une suppression progressive des titres au porteur de sorte que, pour les titres au porteur, la dématérialisation est devenue donc obligatoire (avec l'exception des certificats globaux toutefois). Il reste à garder en mémoire que, pour la Belgique, différents régimes coexistent pour les titres dématérialisés<sup>26</sup> alors que le législateur luxembourgeois a tenté d'appliquer les mêmes règles à tous les titres «dématérialisés» et ce par une refonte de la Loi de 2001.

L'entrée en vigueur de la Loi au Luxembourg vient, contrairement à ce qui s'est passé en France et en Belgique, confirmer la pratique existante et les techniques de «dématérialisation» et vise également à moderniser le droit luxembourgeois en instaurant, à côté des techniques de dématérialisation utilisées dans le passé, la possibilité d'émettre dès l'origine des titres dématérialisés ou de convertir des titres existants en titres réellement dématérialisés. Il importe peu que le titre soit réellement «dématérialisé» ou circule simplement de manière «dématérialisée», la Loi renforce les droits du titulaire du compte et de l'investisseur par un régime uniforme et ce en particulier en venant introduire un concept d'acquisition de bonne foi jouant en faveur du titulaire du compte.

Le vrai apport de la nouvelle Loi n'est par ailleurs pas autant d'introduire la forme dématérialisée en droit luxembourgeois mais de reconnaître l'existence de techniques de dématérialisation utilisées en pratique depuis de nombreuses années et de rester fidèle au but poursuivi par le règlement grand-ducal de 1971 et la Loi de 2001 qui vise à faciliter une circulation transfrontalière même avec des titres émis dans des juridictions qui ne connaissent pas encore la dématérialisation ou avec des titres non réellement dématérialisés mais qui circulent par virement de compte à compte. Ainsi, le législateur luxembourgeois a saisi l'opportunité de revoir la Loi de 2001 régissant la détention et la circulation de titres inscrits dans des compte-titres situés au Luxembourg (et ce à la lumière des travaux effectués lors de l'élaboration de la Convention de Genève et du Legal Certainty Group) en visant la circulation de titres par voie d'inscription en compte et les droits des titulaires de compte, sans distinction que le titre soit effectivement dématérialisé à la base ou pas. En apportant certaines modifications à la Loi de 2001, le législateur luxembourgeois a en effet aligné cette dernière aux dispositions de la Convention d'Unidroit consacrée aux règles matérielles relatives aux titres intermédiaires du 9 octobre 2009 et a regroupé les règles touchant aux droits du titulaire du compte (y compris aux droits de détenteurs de titres dématérialisés luxembourgeois nouvel-

lement introduits) dans une seule loi, à savoir la Loi de 2001.

## 2.1. Le champ d'application de la Loi

La Loi délimite son champ d'application en donnant une définition des «titres» visés par la Loi (2.1.2), ce qui permet par ailleurs de déduire quels émetteurs sont concernés (2.1.1).

### 2.1.1. Les émetteurs concernés

La Loi définit l'émetteur comme «toute personne, y compris un fonds commun de placement, qui émet des titres».

Il convient de noter que s'agissant des titres de capital, seules les sociétés anonymes et les sociétés en commandite par actions de droit luxembourgeois pourront émettre des titres de capital sous forme dématérialisée. Les sociétés à responsabilité limitée de droit luxembourgeois ne bénéficient, par conséquent, pas de cette possibilité. A priori, l'Etat et des subdivisions de celui-ci peuvent être visés mais seulement en cas d'émission de titres de dette.

### 2.1.2. Les titres concernés

La Loi vise, d'une part, les titres de capital et, d'autre part, les titres de créance. S'agissant des titres de capital, sont visés par la Loi les actions, les parts bénéficiaires et les droits de souscription émis par les sociétés d'actions de droit luxembourgeois ainsi que les parts de fonds communs de placement. En visant les titres émis par les sociétés par actions de droit luxembourgeois, la Loi a donc implicitement exclu les parts des sociétés à responsabilité limitée<sup>27</sup>.

En ce qui concerne les titres de créances (tels que les instruments financiers susceptibles de revêtir la forme au porteur et les instruments de la dette publique), la Loi ne s'applique que si ces titres sont soumis au droit luxembourgeois.

Sont exclus du champ d'application de la Loi (i) les effets de commerce, (ii) les titres amortissables par tirage au sort par numéros (les titres dématérialisés n'ayant par nature pas de numéro) ainsi que (iii) les actions émises par les sociétés d'épargne-pension à capital variable (du fait de leur intransmissibilité ou du manque de fongibilité).

## 2.2. Le processus de dématérialisation

La Loi prévoit désormais l'émission de titres (*ab initio*) dématérialisés (2.2.2) tout en prévoyant une procé-

26. Voir M. VAN DER HAEGEN et N. DE CROMBRUGGHE, «La dématérialisation des titres en Belgique: synthèse du régime légal après la loi du 25 avril 2007».

27. Voir projet de loi n 6327, commentaires des articles, p. 20.

de conversion des titres existants en titres dématérialisés ainsi que les sanctions applicables si ces titres ne sont pas apportés à la conversion dans le délai imparti (2.2.3).

Tant l'émission que la conversion des titres devra se faire par le biais d'un compte d'émission (2.2.1).

## 2.2.1. Le compte d'émission

La Loi a créé un nouveau type de compte, à savoir le compte d'émission qui, elle le précise, n'est pas un compte-titres. C'est l'inscription dans ce compte d'émission qui crée les titres (non la décision d'émettre des titres par l'émetteur ou leur paiement). Ainsi, chaque nouvelle émission de titres dématérialisés doit être enregistrée d'abord dans un seul compte d'émission tenu auprès d'un seul organisme de liquidation ou d'un seul teneur de compte central. Cette exigence vise à assurer l'intégrité de chaque émission et permet ainsi d'éviter une création artificielle des titres. Par ailleurs, cette technique de création du titre permet d'éliminer quasi tout risque lié à une défaillance d'un des intermédiaires intervenant lors de la création du titre pour autant que le compte sur lequel se fait le paiement du titre se retrouve également dans le même établissement que celui qui tient le compte d'émission. Le compte d'émission devra indiquer toutes les informations clés d'une émission, à savoir les éléments d'identification des titres, la quantité émise mais également toute modification ultérieure (comme, par exemple, le rachat des titres ou encore la modification du taux d'intérêt).

Le compte d'émission bénéficie d'une protection absolue contre toute saisie, mise sous séquestre ou mesure de blocage de quelque manière que ce soit (à la différence des comptes-titres qui bénéficient d'une protection un peu moindre).

Afin de garantir une protection accrue des investisseurs, la Loi prévoit que la dématérialisation des titres et l'ouverture de compte d'émission ne pourra être faite que par un professionnel spécialement agréé à cette fin. Ainsi, le compte d'émission ne peut être ouvert qu'auprès d'un organisme de liquidation (obligatoire pour les titres cotés sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation) ou d'un teneur de compte central (uniquement possible pour les titres non cotés). A cet égard, la Loi a modifié la Loi de 1993 afin d'y introduire un nouveau statut de professionnel du secteur financier: le «teneur de

compte central». Ce dernier est défini à l'article 28-11 de la Loi de 1993 comme une personne dont l'activité consiste dans la tenue de comptes d'émission de titres dématérialisés.

Ainsi, à l'exception des organismes de liquidation<sup>28</sup> au sens de la loi modifiée relative aux services de paiement<sup>29</sup>, aucune personne (même pas un établissement de crédit) ne peut exercer l'activité de teneur de compte central sans être en possession d'un agrément écrit spécifique du Ministère ayant la Commission de Surveillance du Secteur Financier dans ses attributions. Nous comprenons que ceci constitue une différence avec le régime belge qui, bien qu'en pratique a également recours à une centralisation de l'émission auprès d'un seul intermédiaire professionnel, ne prévoit en soi pas de «compte d'émission» dans la loi et permet une délégation de la centralisation (en cas de titres non cotés) par l'émetteur à n'importe quel teneur de comptes par le régime dit des «têtes de pyramides»<sup>30</sup>, sans besoin de solliciter un statut particulier en sus de celui qui lui permet de tenir des comptes»<sup>31</sup>.

## 2.2.2. Emission de titres dématérialisés

Afin de pouvoir émettre des titres sous forme dématérialisée, tout émetteur devra préalablement s'assurer que ses statuts, son règlement de gestion ou les conditions de l'émission des titres prévoient la possibilité d'une telle émission ainsi que les règles y relatives. Ainsi, ces documents devront être, le cas échéant, modifiés avant l'émission des titres dématérialisés.

L'émetteur devra par ailleurs prendre les mesures nécessaires pour l'enregistrement de la totalité de l'émission de titres dématérialisés «de même genre» auprès d'un seul organisme de liquidation ou d'un seul teneur de compte central. Le choix d'un tel organisme de liquidation ou d'un teneur de compte central devra ensuite être publié par l'émetteur dans un journal à diffusion nationale ou sur le site Internet de l'émetteur (s'il en a un), et devra par ailleurs faire l'objet d'un dépôt auprès du registre de commerce et des sociétés, conformément à l'article 9 de la LSC.

L'émetteur des titres de créance devra également s'assurer que l'émission soit faite par le biais d'une seule entité, organisme de liquidation ou teneur de compte central, selon que les titres seront cotés ou non.

Le législateur a estimé utile de préciser que le choix

28. La fonction d'organisme de liquidation est actuellement exercée par les systèmes de règlement des opérations sur titres désignés comme tels par la Banque centrale du Luxembourg. Il s'agit de Clearstream Banking, société anonyme, VP LUX S.à r.l. et LuxCSD S.A.

29. Loi modifiée du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement, à l'activité d'établissement de monnaie électronique et au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et les systèmes de règlement des opérations sur titres, publiée au Mémorial A – N 215 du 11 novembre 2009, p. 3698

30. Voir op. cit. Voir. M. VAN DER HAEGEN et N. DE CROMBRUGGHE.

31. Nous comprenons qu'une notification est cependant requise et qu'en tout état de cause le teneur de comptes est un intermédiaire du secteur financier dûment approuvé et soumis à des règles prudentielles.

de l'organisme de liquidation ou du teneur de compte central incombe aux organes d'administration, de sorte que les actionnaires n'interviennent pas dans ce choix.

### 2.2.3. Conversion en titres dématérialisés

Comme pour l'émission de titres dématérialisés, la conversion des titres existants requiert que les statuts, le règlement de gestion ou les conditions de l'émission des titres mentionnent la possibilité d'une telle conversion. Devront avant tout être indiqués les titres objets de la conversion, la dématérialisation ne pouvant porter que sur des titres du même genre, et non sur l'ensemble des titres de capital, de genres différents, émis par la société. Le législateur ne précise pas plus ce qu'il entend par une même catégorie de titres de capital, ce qui soulève la question de savoir si la création statutaire de catégories différentes – afin de permettre la dématérialisation de titres nouvellement émis, sans que ces catégories représentent des titres avec des spécificités différentes des autres catégories de titres existantes, – est permise ou pas.

Les documents mentionnés dans le paragraphe précédent devront par ailleurs indiquer le caractère facultatif ou obligatoire de la conversion ainsi que la procédure à suivre. Si la conversion est obligatoire, lesdits documents devront indiquer le délai de conversion qui ne peut, en vertu de la Loi, être inférieur à deux ans. En effet, afin de permettre aux actionnaires au porteur de disposer d'un délai suffisant pour présenter leurs titres à l'émetteur, le législateur a jugé utile d'introduire un délai minimal.

Le régime de publicité légale introduit par l'article 4 de la Loi est également applicable à la conversion de titres existants en titres dématérialisés, qu'elle soit obligatoire ou facultative. Ici encore, s'agissant des titres de créance, la Loi n'a pas imposé d'obligation de publication. Cependant, en pratique, une certaine forme de publicité devra être faite afin d'informer les détenteurs des titres de créance.

Selon la nature du titre existant, la Loi prévoit les modalités de la conversion. Ainsi, s'agissant des titres au porteur, la conversion se fera au fur et à mesure que ces titres seront présentés à l'inscription en compte-titres auprès d'un teneur de compte central ou d'un organisme de liquidation. La remise des titres au porteur entraîne donc une conversion immédiate en titres dématérialisés, dès leur présentation, assurant ainsi une continuité juridique parfaite<sup>32</sup>. Une fois les titres au porteur reçus par l'émetteur, ce dernier devra procéder à leur destruction. Celle-ci peut être déléguée par l'émetteur et par convention écrite à l'organisme

de liquidation ou, le cas échéant, au teneur de compte central.

Les titres nominatifs sont convertis par une inscription en compte-titres au nom de leur titulaire. Le titulaire inscrit dans le registre des titres nominatifs doit fournir à l'émetteur les informations nécessaires relatives à son teneur de comptes luxembourgeois ou étranger, et à son compte-titres afin que les titres puissent y être crédités.

Quel que soit la forme du titre, c'est donc sur initiative de l'actionnaire seulement que la conversion se fait et non sur initiative de la société et il est assez douteux qu'un simple consentement implicite soit suffisant.

Les titres immobilisés qui circulent par virement de compte à compte, au moment où la conversion est publiée ou postérieurement à cette date, ne pourront être délivrés par le teneur de comptes en cause que sous forme dématérialisée à l'expiration d'un délai de trois mois à partir de la publication au Mémorial de la décision de conversion.

Pour les titres n'ayant pas été présentés par l'actionnaire à la conversion obligatoire endéans le délai prévu par les statuts, le règlement de gestion ou les conditions d'émission des titres, la Loi a introduit un régime de sanction. Ainsi, les droits de vote y attachés et les distributions y afférentes, seront automatiquement suspendus à l'expiration du délai fixé et ce jusqu'à leur dématérialisation. Les titres dont le droit de vote a été suspendu, ne sont pas admis aux assemblées générales; par conséquent ces titres ne sont pas pris en compte pour le calcul du quorum et des majorités.

La Loi a même prévu une conversion «forcée» en titres dématérialisés pour tous les titres qui n'ont pas été présentés dans les deux ans à compter de la date de l'assemblée générale ayant décidé la conversion obligatoire des titres en titres dématérialisés. Ces titres seront inscrits dans un compte-titres au nom de l'émetteur sans pour autant que ce dernier en devienne le titulaire. Les droits attachés à ces titres seront suspendus jusqu'au jour de leur inscription dans un compte au nom de leur titulaire. Jusqu'à cette date, l'émetteur devra supporter les frais d'ouverture et de tenue de compte.

L'émetteur peut par ailleurs prévoir dans ses statuts ou son règlement de gestion, respectivement dans les conditions d'émission des titres, la cession «forcée» des titres qui n'auraient pas été dématérialisés sur demande de leur titulaire dans un délai minimum de huit ans à partir de l'assemblée générale ayant statué

32. Voir projet de loi 6327 commentaires des articles, p. 22.



sur la conversion obligatoire. Une telle vente ne peut avoir lieu que moyennant un délai de préavis de trois mois à publier comme en matière de convocation de l'assemblée générale<sup>33</sup>. Contrairement au régime belge qui semble faire la distinction entre une obligation de résultat et une obligation de moyen selon qu'il s'agit de titres cotés ou pas<sup>34</sup>, le législateur luxembourgeois prévoit ainsi simplement la possibilité pour l'émetteur de «mettre les titres en vente» moyennant une procédure prédéterminée dans la Loi sans en faire une obligation de vente pour l'émetteur.

Les modalités d'évaluation de ces titres sont en effet fixées par la Loi qui prévoit que (i) les titres cotés doivent être vendus sur l'un des marchés où ils sont admis à la négociation, (ii) les parts d'organismes de placement collectifs devront être présentées au rachat à la valeur nette d'inventaire alors applicable et (iii) les autres titres seront négociés en vente publique à la Bourse de Luxembourg<sup>35</sup>.

Les produits obtenus suite à une telle vente, devront être déposés par l'émetteur (après déduction des frais avancés par lui) auprès de la Caisse de consignation. Par ailleurs, contrairement à ce qui était le cas en Belgique<sup>36</sup>, aucune amende «pour le porteur» n'a été introduite (en cas de non-récupération des sommes consignées dans un délai raisonnable) et la prescription ordinaire joue.

## 2.3. Caractéristiques des titres dématérialisés et les droits y attachés

### 2.3.1. Nature et transmission des titres dématérialisés

La Loi définit les «titres dématérialisés» comme les titres d'un émetteur émis ou convertis exclusivement par inscription dans un compte d'émission tenu auprès d'un organisme de liquidation ou d'un teneur de compte central. Il s'agit donc de titres qui sont émis sans support papier mais uniquement par une inscription en compte d'émission et régis par la loi luxembourgeoise. Cette inscription en compte d'émission crée le titre mais c'est seulement l'inscription en compte-titres qui confère à son titulaire les droits prévus par la Loi de 2001 (telle que modifiée par la Loi). Afin de permettre une circulation internationale des titres, la Loi a confirmé qu'un certificat peut être établi par l'organisme de liquidation ou le teneur de compte central. Ce certificat ne constitue pas un titre.

Antérieurement à l'entrée en vigueur de la Loi, le régime de la circulation des titres inscrits en compte était régi par l'ancienne mouture de la Loi de 2001.

Dans un but d'unicité du droit luxembourgeois relatif à la détention, la circulation et les droits sur les titres inscrits en compte, la Loi n'a pas changé cet état des choses et a simplement assuré que les dispositions de la Loi de 2001 étaient également applicables aux titres dématérialisés nouvellement introduits, sauf dans la mesure où la Loi y apporte des dérogations. De cette manière, les droits des titulaires de compte sont identiques que le titre soit réellement dématérialisé ou qu'il circule simplement de manière «dématérialisée» et des droits autonomes sont assurés du simple fait de l'inscription en compte-titres.

Afin de préserver l'efficacité des garanties financières régies par le droit luxembourgeois, le législateur a par ailleurs précisé que les gages portant sur des titres nominatifs ou au porteur, restent valables et continuent à sortir tous leurs effets, sans autres formalités quant aux mêmes titres dématérialisés inscrits en compte-titres au Luxembourg dont la dépossession continuée est réalisée à l'égard des tiers par leur inscription en compte-titres. Si les titres gagés sont soumis à une conversion obligatoire, la Loi prévoit que les parties au contrat de gage conviennent qui d'entre elles procédera à la dématérialisation avant la date limite prévue à cet effet. A défaut d'accord, ou dans le cas où le constituant du gage ne procéderait pas à la dématérialisation, la Loi prévoit que le créancier gagiste pourra y procéder seul. Sauf convention contraire entre les parties, les titres sont inscrits dans un compte-titres ouvert au nom du créancier gagiste.

### 2.3.2. Droits des titulaires de comptes et prérogatives de l'émetteur

#### A. Exercice des droits par les titulaires de comptes

Pour l'exercice de leurs droits associatifs et de leurs droits contre l'émetteur ou des tiers, les titulaires de comptes se voient remettre des certificats émis par leur teneur de comptes ou, le cas échéant, leur teneur de comptes étranger. La Loi précise que le titulaire de compte ne peut exercer les droits qu'à l'encontre de son teneur de comptes. La loi tient de cette manière compte du fait que les titres sont souvent tenus le long d'une chaîne de détention faisant intervenir plusieurs teneurs et titulaires de comptes. Pour l'exercice des droits auprès de l'émetteur, la Loi prévoit à cet égard le droit de l'émetteur d'exiger confirmation que le titre est tenu pour compte propre et que le titulaire de compte qui se présente est donc bien l'investisseur. En effet, le titulaire de compte qui ne tient pas les titres comme teneur de comptes pour une autre personne est considéré être l'investisseur et c'est en principe seul lui qui peut décider des instructions à donner à

33. S'il s'agit d'un émetteur coté, les dispositions de la loi du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales de sociétés cotées, devront être respectées.

34. Voir op. cit. Voir. M. VAN DER HAEGEN et N. DE CROMBRUGGHE.

35. Le prix des actions ainsi vendues ne pourra être inférieur à une juste valeur de ces actions qui sera déterminée par un réviseur d'entreprise agréé.

36. Voir op. cit. Voir. M. VAN DER HAEGEN et N. DE CROMBRUGGHE.

l'émetteur ou déterminer comment les droits attribués aux différents titulaires de comptes le long de la chaîne de détention sont exercés auprès de l'émetteur. Cependant en vue de cet exercice, l'investisseur devra faire remonter ses instructions tout le long de la chaîne de détention ou s'assurer que son droit envers l'émetteur est réconcilié et, par la preuve de sa détention du titre, est pour compte propre. Cette preuve sera obtenue par des certificats émis par les différents teneurs de comptes faisant partie de la chaîne de détention. L'émetteur, quant à lui, aura intérêt à demander confirmation que le titulaire qui se présente devant lui tient bien les titres en compte propre et, le cas échéant, agit pour et en ligne avec les instructions du bénéficiaire final. A priori, on peut également en déduire que la Loi introduit ainsi une présomption que l'investisseur ainsi défini, s'il tient les titres pour compte propre, est «présupposé» être l'actionnaire ou le propriétaire du titre.

Suite à la modification apportée par la Loi, la LSC prévoit désormais aussi que 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. On constate un certain rapprochement avec la «record date» retenue dans la loi du 24 mai 2011 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires aux assemblées générales de sociétés cotées étant donné qu'il n'est plus nécessaire d'immobiliser les titres afin de participer aux assemblées. Force est de constater cependant qu'il aurait mieux valu prévoir dans la Loi, tout comme dans la loi précitée, une date fixe comme date clé et d'éliminer la flexibilité, du moins théorique, faisant référence à la mention «au plus tard». En effet, avec cette référence, la Loi n'exclut pas que l'émetteur puisse en principe toujours prévoir une date autre se situant avant la date d'échéance définie par la Loi.

En ce qui concerne les distributions afférentes aux titres «dématérialisés», la Loi a prévu que le versement fait par l'émetteur à l'organisme de liquidation ou, le cas échéant, au teneur de compte central est libératoire. Une fois le versement effectué par l'émetteur, il appartient à l'organisme de liquidation ou au teneur de compte central de faire suivre les distributions aux titulaires des comptes enregistrés auprès d'eux. Un tel versement par l'organisme de liquidation ou le teneur de compte central est également libératoire pour eux, de sorte que le dividende sera en fin de comptes crédité sur le compte de la personne qui a droit à la distribution (à savoir l'investisseur, l'usufruitier ou le créancier gagiste) par son teneur de comptes. Le recours du titulaire en cas de non-paiement

se fait dès lors par un recours auprès de son teneur de comptes.

La Loi adopte ainsi une approche fonctionnelle qui tient compte de la réalité de déboucement des transactions sur titres tout le long d'une chaîne de détention et déplace les responsabilités liées au paiement et à l'exercice de droits relatifs à des titres de l'émetteur vers un réseau de professionnels du secteur financier mieux équipé. La Loi semble de prime abord ainsi venir renforcer implicitement les responsabilités éventuelles auxquelles peuvent être exposés les différents intermédiaires, teneurs de comptes, en cas d'erreurs d'inscription lors d'un transfert de titres. Cependant, en regardant de plus près et en raison du fait qu'aucune inscription en compte ne puisse être faite de par la Loi par un teneur de comptes situé plus bas dans la chaîne avant qu'une réconciliation ne soit possible avec la situation du compte de ce teneur de comptes opérée par le teneur de compte central, la Loi semble en réalité juste venir renforcer la responsabilité du teneur de compte central en lui confiant la mission d'assurer à tout moment la réconciliation parfaite de l'émission.

Par ailleurs, la Loi introduit un concept de bonne foi suggéré par la Convention de Genève<sup>37</sup> qui veut que sauf, si l'acquéreur a eu connaissance, au moment où il acquiert des titres (i.e., où son compte est crédité des titres), qu'un tiers est titulaire d'un droit sur les titres, le droit de l'acquéreur (sur le(s) titre(s)) n'est pas grevé par le droit du tiers (sur le même titre). L'acquéreur n'encourt aucune responsabilité et le droit de l'acquéreur n'est pas frappé d'invalidité. Cette présomption de «possession» de bonne foi, nous semble aller largement au-delà de la présomption de notre code civil qui veut «qu'en fait de meubles, la possession vaut titre» puisque c'est la possession qui est présumée sauf preuve de mauvaise foi de l'acquéreur. Il va de soi que cette présomption de «possession» de bonne foi renforce considérablement le droit de l'acquéreur et la sécurité juridique liée aux droits acquis sur le titre.

### B. Prérogatives de l'émetteur

Si les statuts ou, le cas échéant, le règlement de gestion le prévoient, l'émetteur dispose d'un droit de demander l'identification des détenteurs finaux de titres. A cette fin, l'émetteur peut demander à l'organisme de liquidation ou au teneur de compte central<sup>38</sup> le nom ou la dénomination, la nationalité, l'année de naissance ou l'année de constitution et l'adresse des détenteurs de titres disposant ou pouvant disposer à terme d'un droit de vote dans les assemblées géné-

37. Art.12 de la Loi.

38. Se pose ici la question du secret professionnel qui pourrait être opposé à l'émetteur par un des intermédiaires de la chaîne de détention des titres. A cet égard, les commentaires des articles du projet de loi précisent que ni

l'organisme de liquidation, ni le teneur de compte central, ni les teneurs de comptes ne peuvent opposer le secret professionnel aux demandes de l'émetteur.

rales. L'émetteur peut également exiger de connaître la quantité détenue par chaque détenteur des titres ainsi que les restrictions dont ces titres peuvent être frappés. Ces mêmes informations peuvent être obtenues par l'émetteur auprès des teneurs de comptes ou des autres personnes ayant un compte-titres auprès de l'organisme de liquidation ou du teneur de compte central.

Il convient de noter que l'émetteur dispose de ce droit à l'information en permanence et non seulement en vue de la tenue d'une assemblée générale. La sanction attachée à la non-communication<sup>39</sup> ou à une fausse ou incomplète communication des informations demandées par l'émetteur est assez sévère, puisque ce dernier dispose d'un droit de suspendre les droits de vote attachés à la quote-part des titres pour lesquels les informations demandées n'ont pas été fournies.

Ce droit à l'information de l'émetteur est également important afin de lui permettre de satisfaire, le cas échéant, à ses obligations de transparence.

### C. Des questions juridiques restantes quant à la qualification du «titre» et au droit de propriété

Si la Loi s'est inspirée du système belge qui prévoit qui est le propriétaire des titres ainsi que de la loi suisse<sup>40</sup> qui prévoit plutôt un système applicable aux titres intermédies et des travaux de la Convention de Genève, il semble que le résultat final introduit par la Loi est plus proche de la loi suisse et de la Convention de Genève tout en étant un produit à part qui s'est inspiré de concepts légaux existant en Belgique. La Loi semble en effet avoir plutôt mis l'accent sur la refonte et la modernisation de la Loi de 2001 et sur la consolidation d'un régime uniforme pour les droits de titulaires de comptes comprenant tous les titres circulant de manière «dématisée» que sur la création d'un régime à part pour les titres dématérialisés luxembourgeois.

En effet, de manière cohérente, la Loi parle de «titulaire de compte» et des droits de ce titulaire et non d'actionnaire ou de questions de la détermination du droit de propriété. Par ailleurs, la Loi ne parle que d'un «droit réel, de nature incorporelle»<sup>41</sup> dont dispose le «titulaire du compte» envers le teneur de comptes (tout comme c'était le cas sous l'ancienne mouture de la Loi de 2001). Qu'en est-il alors de l'établissement du droit de propriété envers l'émetteur et que se passe-t-il avec ce droit de propriété en cas d'acquisition de droits par un acquéreur de bonne foi alors qu'une er-

reur s'est glissée dans la transcription ou la cession de titres?

Par déduction logique, l'«investisseur» qui détiendrait «pour compte propre» devrait se voir reconnaître un «droit de propriété» sur les titres dématérialisés luxembourgeois mais il ne faut pas oublier qu'il se peut que l'investisseur ne tienne pas les titres pour «compte propre». Les questions qui se posent autour du «droit de propriété», voire la qualification du droit réel que vise la Loi, restent dès lors similaires à celles qui se posaient avant la Loi<sup>42</sup> et des interprétations diverses restent possibles.

Aussi, la Loi semble faire reposer davantage de responsabilités sur le teneur de compte central en lui confiant la mission de réconciliation d'une émission tout en confirmant que la responsabilité d'un simple teneur de comptes se limite à l'application des dispositions du Code civil relatives au dépôt<sup>43</sup>. Cependant, il reste encore à déterminer si la responsabilité du teneur de compte central est effectivement renforcée par rapport à celle d'un simple teneur de comptes et si les vérifications à effectuer par le teneur de compte central vont continuer à se limiter à la vérification de l'existence d'oppositions valables comme c'était le cas dans le passé pour les dépositaires<sup>44</sup> ou si en pratique le teneur de compte central est censé avoir des obligations propres et effectuer des vérifications plus détaillées (voir y être contraint par le régulateur)<sup>45</sup>. Ces questions sont évidemment à analyser par tout intermédiaire professionnel qui souhaite solliciter le statut de teneur de compte central.

## 3. Considérations finales

Il est indéniable que la Loi, outre de moderniser le droit luxembourgeois et de l'aligner sur les principes retenus dans la Convention de Genève et le Legal Certainty Group, apporte beaucoup plus de sécurité juridique quant aux titres circulant de manière «dématisée» par virement de compte à compte et une protection accrue aux titulaires de comptes contre le vol, la falsification ou la destruction de leurs titres. Des droits effectifs, et même de nature réelle, sont ainsi reconnus au titulaire de compte contre son teneur de comptes dès le moment qu'un titre est inscrit sur le crédit de son compte.

Il reste à vérifier dans le futur comment ce renforcement des droits du titulaire de compte va pouvoir être

39. La Loi prévoit que les informations doivent être fournies à l'émetteur dans un délai de 2 mois.

40. Loi fédérale suisse sur les titres intermédies.

41. Art. 3 de la Loi.

42. Voir Y. Prüssen et P. DUPONT op. cit..

43. Art. 23 de la Loi.

44. En effet, la vérification légale imposée aux «dépositaires (renommés en teneur de comptes) avant la Loi s'est limitée à vérifier si aucune opposition

légale encore valable ne frappe le titre. Cette obligation a par ailleurs déjà été introduite en 1971 par le règlement grand-ducal du 17 février 1971 (art.7).

45. La question semble être réglée en cas de présence d'un organisme de liquidation étant donné que la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement s'applique et règle souvent des questions quant au caractère définitif du règlement sur titres, ce qui exclut une mise en cause du teneur de compte.

combiné avec la nouvelle législation européenne en matière de détention de titres et comment résoudre une éventuelle incohérence entre le droit de propriété sur le titre et le droit du titulaire de compte si une erreur quelconque se produit le long de la chaîne de détention.

Par ailleurs, si certains plaident que l'introduction de titres dématérialisés entraîne une diminution de coûts (faute de conservation de titres papier (encore requis),

les coûts devraient effectivement baisser), la détermination des coûts reste à la discrétion des intervenants économiques. Il reste dès lors à vérifier comment les intermédiaires vont adapter leurs coûts respectifs et ce probablement en fonction de la préférence du marché d'opter pour ce qui est des nouvelles émissions, soit pour des titres effectivement dématérialisés, soit de rester fidèle au maintien de l'utilisation de techniques de dématérialisation, telles le recours aux certificats globaux ou à un prête-nom.