

L'ÉVOLUTION LÉGISLATIVE DE LA DÉCENNIE 1993-2003

André Elvinger
Avocat à la Cour
Elvinger, Hoss & Prussen

Introduction : Le domaine et les limites du « droit bancaire et financier »	5
Première partie. L'évolution institutionnelle	7
TITRE 1. Les développements institutionnels touchant de l'extérieur au domaine bancaire et financier.....	7
Titre 2. Les modifications institutionnelles affectant directement le secteur bancaire et financier	8
Deuxième partie. Les développements intervenus dans le droit financier privé	10
TITRE 1. Le domaine du dépôt: La nature juridique du dépôt d'instruments fongibles.....	10
Titre 2. Le domaine du prêt: le prêt à la consommation	12
Titre 3. Le domaine du paiement et les incidences des régimes de liquidation collective	13
<i>Chapitre 1. L'assainissement et la liquidation d'établissements du secteur financier</i>	<i>14</i>
<i>Chapitre 2. La compensation des créances et les paiements dans le secteur financier</i>	<i>15</i>
<i>Chapitre 3. Le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres</i>	<i>17</i>
<i>Chapitre 4. La préservation des droits du titulaire de garanties constituées dans les systèmes de paiement ou de règlement d'opérations sur titres</i>	<i>18</i>
<i>Chapitre 5. Les opérations à terme</i>	<i>19</i>
TITRE 4. Le domaine des sûretés	20
<i>Chapitre 1. La loi du 21 décembre 1994 modifiant certaines dispositions légales relatives au transfert des créances et au gage</i>	<i>20</i>
<i>Chapitre 2. Le gage dans la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles</i>	<i>21</i>

<i>Chapitre 3. La loi du 1^{er} août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie</i>	22
TITRE 5. Le domaine du mandat	23
TITRE 6. Le domaine de la vente et du louage	24
TITRE 7. Les opérations de mise en pension	25
TITRE 8. Le domaine du droit des sociétés	25
<i>Chapitre 1. Droit général des sociétés</i>	25
<i>Chapitre 2. La société européenne</i>	29
<i>Chapitre 3. La « domiciliation de sociétés »</i>	30
<i>Chapitre 4. Registre de commerce et des sociétés</i>	34
TITRE 9. Le domaine des valeurs mobilières	34
Troisième partie. Les développements du droit financier public	35
TITRE 1. L'accès aux activités professionnelles du secteur financier et leur surveillance	35
<i>Chapitre 1. Les établissements de crédit</i>	36
Section 1. Les banques d'émission de lettres de gage	36
<i>Chapitre 2. Les établissements hybrides</i>	37
Section 1. Les « établissements financiers »	37
Section 2. Les établissements de monnaie électronique	38
<i>Chapitre 3. Les autres professionnels du secteur financier</i>	39
Section 1. Les entreprises d'investissement	39
Section 2. Les professionnels du secteur financier autres que les entreprises d'investissement	42
I. Les anciens PSF autres que les entreprises d'investissement ...	42
II. Les opérateurs de systèmes de paiement ou de systèmes de règlement des opérations sur titres	42
III. Les nouveaux professionnels du secteur financier autres que les entreprises d'investissement selon la loi du 2 août 2003....	45
IV. Les PSF exerçant, selon la loi du 2 août 2003, une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier	46
<i>Chapitre 4. La garantie des dépôts et d'indemnisation des investissements</i>	47
<i>Chapitre 5. La surveillance dans le secteur financier</i>	48
<i>Chapitre 6. La surveillance consolidée</i>	49
TITRE 2. Les obligations professionnelles, les règles prudentielles et les règles de conduite dans le secteur financier	50
<i>Chapitre 1. Les règles prudentielles</i>	50
<i>Chapitre 2. Les règles de conduite</i>	52
<i>Chapitre 3. Les autres obligations professionnelles</i>	54
Section 1. Les obligations concernant le blanchiment	54

Section 2. Le secret bancaire	54
Section 3. Les obligations en matière de virements transfrontaliers ..	55
TITRE 3. La législation boursière	55
TITRE 4. Le domaine des organismes d'investissement collectif	57
<i>Chapitre 1.</i> Les organismes de placement collectif	57
<i>Chapitre 2.</i> Les fonds de pension	60
<i>Chapitre 3.</i> Les nouveaux véhicules d'investissement collectif	62
<i>Chapitre 4.</i> Les fonds communs d'épargne selon la loi du 2 août 2003 ..	62
Quatrième partie. L'environnement fiscal du secteur financier	64
TITRE 1. L'allègement de la charge fiscale globale	64
TITRE 2. L'imposition des revenus de capitaux mobiliers	65
TITRE 3. Le régime des tantièmes	65
TITRE 4. Le régime des échanges d'actions	66
TITRE 5. L'aménagement du privilège des sociétés mères et filiales	67
TITRE 6. L'avenir des sociétés de participations financières régies par la loi du 31 juillet 1929 (« sociétés holding 1929 »)	68
Conclusion	69

Introduction :

Le domaine et les limites du « droit bancaire et financier »

Dans l'introduction à son « Historique du droit bancaire et financier luxembourgeois »¹, l'auteur de la présente contribution, voilà dix ans, s'étant efforcé de définir et de délimiter le sujet de sa recherche, constatait, au regard du titre de l'ouvrage collectif édité par l'Association luxembourgeoise des juristes de banque – *Droit bancaire et financier au Grand-Duché de Luxembourg*, dit le « Livre jubilaire » – que le droit financier est un ensemble plus large qui englobe le droit bancaire.

À ce titre, l'auteur s'interrogeait, entre autres, sur la place, dans cet ensemble plus large, du droit des assurances. L'examen des travaux préparatoires des lois successives sur le secteur financier² semblait indiquer que le domaine des assurances relève bien du secteur financier. Mais ce domaine paraissait régi par une

¹ « Historique du droit bancaire et financier luxembourgeois », dans *Droit bancaire et financier au Grand-Duché de Luxembourg* (ci-après l'« Historique »), Larcier, 1994, p. 3.

² *Doc. parl.* 3344, p. 15 ; *Doc. parl.* 3600, commentaire article 38 (1).

législation particulière complète, d'une tradition et d'une technique très différentes. À ce jour, cela reste vrai, y compris sur le plan institutionnel avec le maintien de la séparation des autorités de surveillance. Pour le surplus cependant, on ne peut pas ne pas constater un rapprochement progressif, sous l'impulsion des directives communautaires, sur le plan de l'accès à la profession et de la surveillance, d'une part, des obligations professionnelles, d'autre part.

Sans doute ce rapprochement aurait-il mérité d'être pris en considération par l'inclusion, dans cet aperçu historique, de l'évolution législative dans le domaine de l'assurance. Si cela n'a pas été fait, c'est, d'une part, que le contour de l'ouvrage que constitue ce deuxième « livre jubilaire », qui s'avère déjà très vaste, ne déborde que très accessoirement sur le domaine de l'assurance et que, d'autre part, l'ampleur de la matière dans le domaine bancaire et financier au sens étroit de ces termes, a dissuadé l'auteur de s'engager dans ce volet supplémentaire.

L'auteur de l'« Historique » avait de même, de manière sans doute trop péremptoire, exclu de son étude le domaine monétaire comme relevant des finances publiques. Si cette conception peut encore se défendre pour le domaine de la monnaie proprement dite, la réglementation, toujours sous l'inspiration européenne, des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres dénote une ingérence très nette d'une réglementation partiellement administrative, mais touchant de près au droit privé, dans le domaine des paiements et des procédures d'insolvabilité, de sorte qu'une séparation aussi étanche ne peut être maintenue.

Comme en 1994, il a paru nécessaire de traiter séparément, dans cet historique, du droit privé et du droit public. Il reste vrai, comme il fut constaté alors, que « le législateur, souvent, ne se borne pas à pallier l'insécurité juridique par les dispositions de droit privé, mais que, considérant que l'intérêt du public exige une protection que seule une réglementation administrative, voire une surveillance par une autorité peuvent assurer, il instaure en même temps des règles de droit public ». Cette interpénétration entre le droit privé et le droit public est plus réelle que jamais.

PREMIÈRE PARTIE

L'évolution institutionnelle

TITRE 1

*Les développements institutionnels touchant de l'extérieur
au domaine bancaire et financier*

1-1. Le droit bancaire et financier se place nécessairement dans une infrastructure institutionnelle qui dépasse son domaine. Une place financière doit pouvoir s'appuyer sur les institutions d'un État de droit. Une large partie de ce cadre institutionnel est désormais imposée par l'appartenance à l'Union européenne. Cependant, dans chaque État, la protection adéquate de tous les acteurs des places financières exige, à la base, une organisation non seulement administrative, mais encore judiciaire adaptée aux besoins de ses acteurs et de ses utilisateurs, et des voies de droit accessibles sans trop de difficultés et fonctionnant de manière satisfaisante.

À cet égard, la décennie a été marquée par des lois d'une importance institutionnelle considérable qui marqueront durablement l'histoire du droit luxembourgeois en général. Il s'agit tout d'abord des modifications de la Constitution par deux lois du 12 juillet 1996.

En ce qui concerne la première, la modification de l'article 95^{ter} de la Constitution a ouvert la voie au contrôle de la conformité des lois à la Constitution, un facteur de sécurité juridique au niveau le plus élevé. Ce contrôle est réservé à la Cour constitutionnelle organisée par la loi du 27 juillet 1997.

Quant à la deuxième de ces lois, intervenue sous l'impulsion de la Cour de justice des Communautés européennes³ et de la Cour européenne des droits de l'homme⁴, la modification de l'article 83^{bis} de la Constitution a ouvert le chemin à l'institution des juridictions de l'ordre administratif par la loi du 7 novembre 1996 et à la mise en place d'un double degré de juridiction en ce domaine. Dès lors que les aspects de droit administratif ont nécessairement leur importance dans une place financière ordonnée, l'institution de juridictions administratives indépendantes, fonctionnant en deux degrés et selon un règlement de procédure moderne, constitue un atout non négligeable au niveau de l'infrastructure de fond.

Et dans la mesure où la place financière, au fur et à mesure du développement de ses activités, ne peut se passer de l'intervention judiciaire pour le règlement des différends de droit privé, on peut constater que l'organisation judiciaire et les procédures civiles se sont à leur tour modernisées. La loi du 11 août 1996

³ Arrêt *Corbiau* du 30 mars 1993, aff. C-24/92, *Pas.*, 29, p. 174.

⁴ Arrêt *Procola* du 28 septembre 1995, série A, n° 326.

sur la mise en état en matière de procédure civile contentieuse a notablement contribué à une évacuation ordonnée et plus rapide des affaires introduites devant les tribunaux judiciaires.

TITRE 2

Les modifications institutionnelles affectant directement le secteur bancaire et financier

1-2. Les modifications institutionnelles intervenues en 1998 directement dans le domaine du droit bancaire et financier sont intervenues à la suite de l'institution d'une monnaie unique dans la Communauté européenne sous le Système européen de banques centrales.

En prévision de ce qu'on était convenu d'appeler le basculement vers l'euro – qui allait basculer aussi nos institutions du secteur monétaire et financier – la loi du 22 avril 1998, modifiant la loi du 20 mai 1983 relative à l'Institut monétaire, disposait en son article 2 (A) (3) que : « À partir du moment où il devient membre du système européen des banques centrales, l'Institut prend la dénomination de Banque centrale du Luxembourg. » Cette modification entra effectivement en vigueur le 1^{er} juin 1998, date à laquelle le régime monétaire tel qu'il avait existé en dernier lieu, sous le Protocole entre la Belgique et le Grand-Duché de Luxembourg relatif à l'association monétaire approuvé par la loi du 11 avril 1983, se trouvait remplacé par le nouveau statut monétaire à l'intérieur du Système européen des banques centrales et de la monnaie de l'euro⁵ sur la base de l'article 109 L, paragraphe premier, du traité CEE tel qu'introduit par le traité de Maastricht.

Sous ce régime, l'Institut monétaire luxembourgeois, devenu Banque centrale, gardait donc sa double fonction monétaire et d'autorité de surveillance.

Mais le législateur allait, quelques mois plus tard, en décider autrement.

L'exposé des motifs du projet de la loi relative au statut monétaire à la Banque centrale du Luxembourg, faisant état de « la décision du gouvernement de confier la surveillance prudentielle du secteur financier à une autorité distincte de la Banque centrale », s'exprimait comme suit :

« Cette décision est motivée à suffisance dans le projet de loi afférent qui est le pendant du présent texte. À l'égard de la Banque centrale, elle se justifie égale-

⁵ Rappelons que l'Institut monétaire luxembourgeois avait été créé par la loi du 20 mai 1983 et que ses attributions comprenaient – outre l'émission de signes monétaires, les opérations commerciales et bancaires avec l'État luxembourgeois et les États étrangers et leurs banques centrales et la régulation du crédit – la surveillance du secteur financier. L'Institut monétaire avait ainsi repris les compétences que les textes légaux et réglementaires avaient conférées au commissaire au contrôle des banques dont il prenait, selon les termes de l'article 30 de la loi du 20 mai 1983, « la succession juridique ».

ment, puisque tant le SEBC que la BCE n'interviennent pas directement dans la surveillance prudentielle, estimant trop grands les conflits d'intérêts entre la mission monétaire et la mission de surveillance »⁶.

À cette considération, l'exposé des motifs ajoutait ce qui suit :

« Juridiquement, l'indépendance que la Banque centrale doit posséder dans le domaine monétaire a pu être considérée comme incompatible avec le statut administratif d'une autorité de surveillance prudentielle qui exerce sa mission dans l'exécution des lois et dès lors sous la tutelle hiérarchique du ministre compétent. Dès lors, l'indépendance de la Banque centrale dans sa mission propre est certainement mieux garantie si elle ne compte pas parmi ses fonctions une partie substantielle d'activités qui ne sont pas exécutées sous statut indépendant. »

La loi du 23 décembre 1998 portait dès lors création d'une Commission de surveillance du secteur financier qui reprenait, selon la définition figurant à l'article 3 de cette loi, les attributions qui avaient été celles de l'Institut monétaire luxembourgeois dans les domaines de l'accès aux professions du secteur financier et quant à leur surveillance.

Nouvellement créée en tant qu'établissement public doté de la personnalité juridique, la Commission de surveillance du secteur financier⁷ ne prenait donc pas, sur le plan de la personnalité morale, la succession de l'Institut monétaire luxembourgeois qui fut redénommé Banque centrale du Luxembourg. Les assises financières de celle-ci furent déterminées par les articles 4 et 17 de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg, tandis que la constitution du patrimoine de la Commission fut réglée par l'article 17 de la loi de même date portant création de la Commission qui prévoyait par ailleurs l'apport de biens mobiliers, de documents et d'archives par la Banque centrale à la Commission.

En revanche, selon l'article 26 de la même loi, la Commission reprenait toutes les compétences que les textes légaux et réglementaires avaient conférées à la Banque centrale du Luxembourg, donc à l'ancien Institut monétaire, dans le domaine de la surveillance prudentielle, ainsi qu'au Commissariat aux bourses dont – ici – elle prenait « la succession juridique », la loi du 21 septembre 1990 relative aux bourses étant abrogée⁸, et le rayon de compétence de la Commission étendu à la surveillance « de toutes les personnes qui exercent à titre professionnel [...] l'activité de bourse ».

Rien ne fut changé quant aux compétences du Commissariat aux assurances.

⁶ *Doc. parl.* 4468, p. 10.

⁷ Elle sera désignée ci-après, selon la terminologie qu'utilisera le législateur (article 1^{er} de la loi du 22 décembre 1998), comme la « Commission ».

⁸ Articles 26 et 27 de la loi du 23 décembre 1998.

DEUXIÈME PARTIE

Les développements intervenus dans le droit financier privé

TITRE 1

Le domaine du dépôt : la nature juridique du dépôt d'instruments fongibles

1-3. L'évolution la plus remarquable intervenue dans le domaine du dépôt est marquée par la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles. Si, sur le plan de la fongibilité elle-même, cette loi reprend essentiellement la teneur du règlement grand-ducal du 17 février 1971, elle apporte des clarifications importantes tant sur le plan de la systématique juridique que sur celui des solutions pratiques quant à la portée du rôle du dépositaire et des relations entre déposant, d'une part, et les dépositaire et sous-dépositaire, l'émetteur de titres, d'autre part.

1-4. La conception fondamentale de la loi du 1^{er} août 2001 se reflète dans l'article 6 qui dispose que sous réserve des autres dispositions de la loi, « le déposant a les mêmes droits que si les titres et autres instruments financiers étaient restés entre ses mains », avec la restriction majeure qu'il ne peut faire valoir le « droit réel, de nature incorporelle », qui lui est reconnu « sur l'ensemble des titres fongibles », « qu'à l'égard de son dépositaire ». L'exposé des motifs⁹ commente cette conception en ce sens que « dans la relation entre le déposant et le dépositaire, il n'y a pas de transfert de propriété des titres en faveur du dépositaire ».

L'intervention du dépositaire dans le processus de fongibilité est indispensable. En effet, afin que les titres puissent être déclarés fongibles et tomber sous le champ d'application de la loi selon l'article 1^{er} de celle-ci, il faut que les titres soient « reçus en dépôt ou tenus en compte par un dépositaire »^{10 11}.

⁹ *Doc. parl.* 4695, p. 7, article 5, devenu article 6.

¹⁰ Le commentaire de l'article 1^{er} (*Doc. parl.* 4695, p. 6) transcrit l'idée par les termes suivants : « Pour que ces titres [s'agissant, selon la phrase qui précède, des « titres matérialisés qui se transmettent par tradition, par endossement ou par inscription suivant qu'ils sont au porteur, à ordre ou nominatifs »] puissent se transmettre également par virement, il faut qu'ils soient rendus fongibles par dépôt auprès d'un dépositaire, puis inscrits à un compte et inclus dans la masse de titres de même nature. »

Il est vrai que les termes « reçus en dépôt ou tenus en compte » paraissent à première vue présenter une alternative, alors cependant que l'article 3 dispose que « les titres et autres instruments financiers fongibles reçus en dépôt ou tenus en compte sont inscrits dans un compte ouvert au nom du déposant et peuvent être virés d'un compte à un autre auprès du même dépositaire ou de dépositaires différents ». C'est donc en réalité par l'inscription en compte que se réalise la circulation par

L'article 12 traite du sous-dépôt, permettant expressément au dépositaire de donner en dépôt les titres auprès d'autres dépositaires au Luxembourg ou à l'étranger, mais précisant que « ni l'application de la présente loi, ni la situation des titres ou autres instruments financiers, qui continuent d'être chez le dépositaire, ni la validité ou l'opposabilité du gage constitué conformément à la présente loi ne sont affectées par ce dépôt ».

L'effet libératoire dans les relations entre le déposant et le dépositaire est expressément constaté au niveau de la restitution des titres par l'article 5, tandis que l'effet libératoire des paiements faits par l'émetteur au dépositaire, qui n'est pas expressément constaté dans le texte, découle implicitement du principe consacré par l'article 6, dernier alinéa, selon lequel le déposant ne peut faire valoir son droit qu'à l'égard du dépositaire : l'émetteur ne pourrait donc pas se libérer entre les mains du déposant. C'est à ce titre que le texte exclut les saisies-arrêts entre les mains de ces dépositaires.

De plus, la loi accorde à ces dépositaires un privilège absolu sur tous les titres et autres avoirs déposés auprès d'eux. L'article 17 de la loi du 1^{er} août 2001 se substitue, en les complétant, à celles qui figuraient déjà à l'article 11 (1) du règlement grand-ducal du 17 février 1971 par suite de sa modification par le règlement du 7 juin 1996, qui avait prévu en faveur de ces dépositaires, désignés comme « dépositaires qui gèrent un système de compensation ou de règlement », un privilège garantissant leur créance, privilège qui n'est primé par aucun autre privilège général ou spécial excepté ceux repris à l'article 2001 du Code civil¹².

1-5. La section 6 de la loi établit des règles spéciales applicables au dépositaire opérant à titre principal un système de règlement des opérations sur titre.

virement, ainsi que le constate le commentaire de l'article 4 (devenu l'article 3) au document parlementaire précité.

¹¹ Cette formule avait été critiquée par le Conseil d'État qui, faisant valoir à cet égard, à juste titre, que cette disposition mêlait une règle de fond et une règle de conflit (*Doc. parl.* 4695⁵, p. 3), proposait, sur le fond, la formule suivante : « Les dispositions de la présente loi relatives aux droits et obligations du dépositaire s'appliquent, le cas échéant, également au sous dépositaire. » Le Conseil d'État précisait qu'il s'agissait de « clarifier expressément la possibilité d'extension au sous-dépositaire des droits et obligations du dépositaire » Cette proposition ne fut pas retenue pour des motifs longuement développés dans le rapport de la commission des Finances et du Budget (*Doc. parl.* 4695⁶, p. 5), qui confirmait que le droit de propriété du déposant ne devait s'exercer « que contre le dépositaire auprès duquel les titres sont tenus », ajoutant que « conférer au déposant un droit direct contre le sous-dépositaire aurait pour effet de recréer un droit sur des titres particuliers et anéantirait donc tout le système de circulation de titres prévu par le projet de loi ».

C'est donc le dépositaire direct qui établit au déposant les attestations prévues à l'article 8, premier alinéa, et, spécifiquement pour la participation à l'assemblée générale, à l'article 8, alinéa 2.

¹² S'agissant des privilèges généraux sur les meubles, dont notamment les créances de salaires et de traitements portant sur une période limitée et limitées par un plafond.

À cet égard, en réponse à l'avis de la Banque centrale européenne, qui avait proposé de singulariser davantage la situation des opérateurs de systèmes¹³, et à l'avis de la Banque centrale du Luxembourg¹⁴, le Comité pour le développement de la place financière de Luxembourg¹⁵ déclarait ne pas juger « utile d'opérer une distinction systématique entre les dépositaires ordinaires et les dépositaires opérant à titre principal un système de règlement des opérations sur titres », ajoutant que les articles 1 à 14 (devenus les articles 1 à 13 dans la loi) constituent « un tronc commun de règles qui s'appliquent aux deux catégories de dépositaires ».

Il en résulte qu'un « système » tel que Clearstream ou Euroclear est, lorsqu'il reçoit en compte des titres de la part d'un participant pour compte propre de celui-ci, le dépositaire, au sens de la loi, de ce participant, mais devient, lorsque ce participant agit comme dépositaire pour ses clients, un sous-dépositaire au sens de l'article 12 de la loi, ces clients exerçant donc leurs droits envers leur dépositaire, participant du système, et se faisant établir par ce dépositaire les attestations requises.

Cette situation n'est pas changée lorsque le « système » fait lui-même conserver les titres inscrits aux comptes de ses participants par ses « dépositaires » (*depositories*) ou, en cas de coopération entre plusieurs systèmes, par leur « dépositaire commun » (*common depositary*)¹⁶.

TITRE 2

Le domaine du prêt: le prêt à la consommation

1-6. La loi du 9 août 1993 réglementant le prêt à la consommation, telle que modifiée par la loi du 28 avril 1998, est, là encore, un produit communautaire puisqu'il s'agit de la transposition dans le droit national de la directive du Conseil des Communautés européennes du 22 décembre 1986 relative au rapprochement des dispositions législatives, réglementaires et administratives des États membres en matière de crédit à la consommation. L'objectif de la directive était, d'une part, de contribuer à la création d'un marché commun du crédit à la consommation, d'autre part, de contribuer à la fixation de normes

¹³ *Doc. parl.* 4695¹, p. 2, *sub* 2.

¹⁴ *Doc. parl.* 4695², p. 5, *sub* 5.

¹⁵ *Doc. parl.* n° 4695³.

¹⁶ Cette situation se trouve décrite dans le commentaire de l'article 13 (devenu l'article 12 de la loi) (*Doc. parl.* 4695, p. 9) comme suit:

« Cette disposition tient compte de la pratique courante du dépôt de titres en chaîne ou à plusieurs niveaux et s'inspire de l'article 2*bis* de l'arrêté royal belge n° 62 du 10 novembre 1967 tel que modifié: un particulier dépose des titres auprès de son banquier qui tient ses titres en compte auprès d'un dépositaire central. Ce dernier utilise, à son tour, des sous-dépositaires, ou s'inscrit directement dans les registres de l'émetteur. »

raisonnables de protection et d'information du consommateur dans l'ensemble de la Communauté en matière de crédit à la consommation.¹⁷

TITRE 3

Le domaine du paiement et les incidences des régimes de liquidation collective

1-7. Aucun domaine n'illustre mieux l'interpénétration du droit privé et du droit public que celui des paiements. Le civiliste se serait attendu à trouver des dispositions concernant le paiement au chapitre 5 du livre troisième, titre III, du Code civil : « De l'extinction des obligations ». En effet, la section première de ce chapitre traite du paiement en général et la section IV traite de la compensation. Or, on trouve les dispositions sur la compensation de créances et sur le caractère définitif des règlements dans la partie IV de la loi relative au secteur financier sous le titre « L'assainissement et la liquidation d'établissements du secteur financier », alors que, là encore, le commercialiste se serait attendu à trouver ces dispositions dans le livre III, titre I, chapitre II, du Code de commerce. En effet, à beaucoup d'égards, l'essentiel des dispositions particulières aux paiements dans le secteur financier tourne autour des difficultés qui, sans ces dispositions dérogatoires, auraient été le résultat de l'article 445 du Code de commerce.

On assiste ainsi à un déplacement du droit financier privé vers une législation qui est, à l'origine du moins, de caractère administratif. D'autre part, la systématisation de plus en plus poussée dans le domaine des paiements et règlements appelle l'intervention progressive de l'autorité de surveillance, voire de l'autorité monétaire. Cela s'explique d'abord par le fait que l'insolvabilité d'une banque non seulement atteint directement l'épargne publique, mais encore peut entraîner des répercussions dans le système bancaire tout entier.

Rappelons, dans un autre domaine, plus classique, mais qui intéresse également le secteur financier, par exemple quant au produit de liquidation des OPC, la loi du 29 avril 1999 sur les consignations auprès de l'État abrogeant notamment la très ancienne loi du 12 février 1872 sur les consignations.

¹⁷ Il est intéressant de signaler à cet égard, quant à l'étendue et aux limites du secteur financier, un développement qui sera traité ci-après en rapport avec le droit financier public (*infra*, n° 47). La loi du 2 août 2003 portant, entre autres, modification de la loi relative au secteur financier réserve à des professionnels du secteur financier intitulés « les professionnels effectuant des opérations de prêt », toutes les activités de prêt exercées à titre principal, y compris le crédit à la consommation (par. (8) de l'article I de cette loi et commentaire au *Doc. parl.* 5085, p. 12-13), alors que jusque-là aucune disposition de la loi sur le secteur financier ne s'intéressait aux professionnels opérant des prêts autres que les établissements de crédit qui d'ailleurs, eux-mêmes, étaient définis par rapport à la réception de dépôts de la part du public, le crédit en tant que tel n'étant affecté par cette définition que dans la mesure où il intervenait sur base de dépôts reçus du public (article 1^{er} de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier).

CHAPITRE 1

*L'assainissement et la liquidation d'établissements
du secteur financier*

1-8. Les mêmes considérations sont à la base de l'institution d'une réglementation particulière de la liquidation collective dans le secteur financier, à l'origine dans la loi du 10 août 1982 portant organisation du droit de suspension du commissaire au contrôle des banques à l'égard des établissements de crédit ainsi que du sursis de paiement, de la gestion contrôlée et de la liquidation des établissements de crédit, dispositions qui furent reprises ensuite par les lois du 27 novembre 1984 et du 5 avril 1993.

Alors qu'encore sous le régime de la loi du 27 novembre 1984, les dispositions sur la liquidation collective ne visaient que les établissements de crédit, c'est la loi du 5 avril 1993 qui a étendu le système d'assainissement et de liquidation du secteur financier à « tout établissement qui a la gestion de fonds de tiers et qui est soumis à la surveillance de la Commission ».

Le périmètre des établissements qui sortent ainsi du droit commun de la faillite ou de la liquidation collective peut, pour certains établissements, donner lieu à interprétation délicate quant au critère de la « gestion de fonds de tiers ». On constate cependant qu'une distinction similaire se retrouve au règlement CE 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité. Selon l'article 1, alinéa 2, de ce règlement, il ne s'applique pas aux procédures d'insolvabilité qui concernent les entreprises d'assurances et les établissements de crédit, les entreprises d'investissement qui fournissent des services impliquant la détention de fonds ou de valeurs mobilières de tiers, ainsi qu'aux organismes de placement collectif.

Précisément dans le secteur des assurances, la loi du 8 décembre 1994 avait inséré un chapitre 6 intitulé « L'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurances » dans la loi du 6 décembre 1991 sur le secteur d'assurances, avec des dispositions calquées sur la procédure telle qu'elle existe pour le secteur financier.

Rappelons enfin que, dans le domaine des organismes de placement collectif, des dispositions autonomes de liquidation collective, mais non, pour des raisons compréhensibles, de sursis de paiement, avaient été déjà introduites aux articles 80 et suivants de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

CHAPITRE 2

*La compensation des créances et les paiements
dans le secteur financier*

1-9. Les dispositions de l'article 445 du Code de commerce, destinées à la protection des créanciers en général contre des paiements ou compensations susceptibles de favoriser certains créanciers par rapport à d'autres, étaient de nature à créer, dans le domaine financier, compte tenu de la rapidité des transactions, des risques systémiques susceptibles d'affecter gravement le déroulement des transactions financières. Alors que la pratique internationale applique largement dans des conventions-cadres la compensation sous la dénomination de *netting*, la jurisprudence luxembourgeoise ne l'admettait après faillite qu'en présence de créances connexes, critère difficile à apprécier¹⁸.

De plus, la jurisprudence dite de « l'heure zéro », selon laquelle un jugement déclaratif de faillite produisait ses effets sur toute la durée de la journée du jugement déclaratif, donc dès avant son prononcé¹⁹, était susceptible de conduire à l'annulation de paiements qui étaient en réalité faits encore avant le prononcé du jugement ou de bonne foi après l'heure de ce prononcé durant la journée au cours de laquelle ce jugement était rendu²⁰.

L'insertion de ces dispositions protectrices dans la loi sur le secteur financier était justifiée par la réflexion suivante, contenue à l'exposé des motifs :

« Étant donné que le présent projet ne trouve application que dans des opérations financières et qu'il permet avant tout aux banques de bénéficier de certaines dispositions plus favorables quant aux ratios de solvabilité, il paraît opportun d'insérer les dispositions proposées au présent projet de loi dans la loi modifiée du 5 avril 1993 sur le secteur financier »²¹.

1-10. En réalité, toutefois, il allait être dérogé aux règles de compensation du droit commun non seulement en ce qui concerne les établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier, mais encore en faveur des organismes de placement collectif et même des établissements commerciaux ou industriels bénéficiant d'un accès professionnel au marché financier, enfin des organismes internationaux à caractère public opérant dans le secteur financier.

Le Conseil d'État²² avait critiqué l'inclusion des « établissements commerciaux ou industriels bénéficiant d'un accès professionnel au marché financier ».

Le rapport de la commission des Finances et du Budget²³ venait apporter la précision que ;

¹⁸ Exposé des motifs, *Doc. parl.* 4032, p. 4.

¹⁹ Cour, 21 janvier 1981, *Pas.*, 25, 373.

²⁰ *Doc. parl.* 4032, article 61, commentaire des articles, *ad art.* 61, par. 2bis, p. 5.

²¹ *Doc. parl.* n° 4032, p. 4.

²² *Doc. parl.* 4032⁴, p. 4.

²³ *Doc. parl.* 4032⁴, p. 4.

« Cette appellation couvre également les sociétés d'assurances et de réassurance, les grandes sociétés de participation financière et les sociétés de financement pleinement imposables qui, si elles sont d'une certaine taille, concluent des contrats d'échange de devises ou de taux d'intérêts, ainsi que des contrats d'option et de futures de manière tout à fait courante. La définition exclut, à dessein dans un souci de protection, toutes les petites et moyennes entreprises. »

Le cercle des bénéficiaires de la protection fut étendu aux fonds de pension et aux sociétés d'assurances et de réassurance par la loi du 1^{er} août 2001.

On constatera ainsi, comme à d'autres chapitres de cette étude, que la législation bancaire et financière a progressivement étendu un cercle qui, au-delà des établissements de crédit, comprend non seulement les professionnels du secteur financier, et non seulement les utilisateurs professionnels du secteur financier, mais encore des utilisateurs institutionnels de ce secteur, tous jugés dignes de protection contre les aléas des liquidations collectives.

Le souci de protection du législateur et le choix des intérêts dignes de protection va ainsi dans deux sens opposés, mais non nécessairement contradictoires. D'un côté, les solutions traditionnelles du Code de commerce cherchent à préserver l'égalité des créanciers en protégeant les créanciers en général contre ceux qui, aux époques critiques qui précèdent une liquidation collective, tentent de se satisfaire sur les biens du débiteur avant les autres ; à l'inverse, la sécurité des marchés financiers, sur le plan national et international, exige la protection des professionnels et de leurs clients contre l'effet nécessairement rétroactif, et particulièrement perturbateur dans le secteur financier, de la déclaration en liquidation collective.

1-11. L'article 61-1 nouveau de la loi relative au secteur financier valide donc, dans le domaine ainsi élargi, les compensations entre créances en cas de faillite ou de liquidation intervenues sur base de conventions ou de clauses de compensations bilatérales faites même durant la période suspecte.

D'autre part, l'article 61, paragraphe *2bis*, déclare valables les paiements effectués le jour de la déclaration en liquidation d'un établissement de crédit s'ils précèdent le prononcé du jugement de liquidation et même lorsqu'ils sont effectués après ce prononcé, mais dans l'ignorance de la liquidation, le tout, là encore, dans le seul secteur financier tel que défini par l'énumération qui figure à l'article 61-1.

La loi du 9 mai 1996 avait laissé subsister une ambiguïté à l'article 61, paragraphe *2bis*, en ce qu'elle visait la déclaration en liquidation d'un établissement, mais non déjà la requête en obtention du sursis de paiement et de gestion contrôlée²⁴. C'est ce qui fut corrigé par la loi du 1^{er} août 2001.

²⁴ *Doc. parl.* 4696, p. 9.

Cette loi élargit également la définition énumérative des clauses de connexité et de compensation. L'énumération n'est pas limitative, de sorte que la définition inclut « toutes autres stipulées pour permettre les compensations [...] ».

Enfin, la date de la conclusion de la clause de compensation par rapport à l'opération qu'elle concerne n'est plus déterminante. Alors que l'alinéa (3) de l'article 61-1 tel qu'il avait été introduit par la loi du 9 mai 1996 refusait la protection pour des créances non échues nées antérieurement au jour de la conclusion de la convention ou clause de compensation, la clause de compensation est, selon l'alinéa (2) élargi de l'article 61-1, également reconnue si elle intervient après la conclusion d'une opération financière qu'elle a pour objet et même si elle intervient dans une telle hypothèse durant la période suspecte.

CHAPITRE 3

Le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres

1-12. La loi du 12 janvier 2001 a pour objet de prévenir la révocation ou la remise en cause d'ordres de transfert ou de la compensation et leur mise à l'abri des procédures d'insolvabilité. Comme l'indique son intitulé, cette loi constitue la transposition de la directive 98/26 CE (*Finality directive*) concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

Les considérants (1) et (2) de la directive soulignent le risque systémique inhérent aux systèmes de paiement fonctionnant sur la base de plusieurs modes juridiques de compensation de paiement; d'où l'importance primordiale de la réduction des incertitudes juridiques associées à la participation aux systèmes de règlement brut en temps réel.

Les considérants (4) et (5) visent les perturbations qui résultent des procédures d'insolvabilité contre un participant aux systèmes et rappellent le peu de progrès qui a été fait sur le plan de l'harmonisation juridique dans le domaine de l'assainissement et de la liquidation des établissements de crédit.

C'est pour répondre à ces objectifs que la loi du 12 janvier 2001 est venue insérer dans la loi relative au secteur financier l'article 61-2 qui contient les dispositions spécifiques au caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres agréés au Luxembourg.

1-13. L'alinéa (1) de l'article 61-2 décrète l'irrévocabilité ou l'interdiction de remise en cause d'un ordre de transfert à partir du moment de son introduction dans un système de règlement. De même, à partir de ce moment, la compensation ne peut plus être remise en cause lorsque le contrat a été conclu avant le moment d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. Le moment d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité est défini à l'article 34-2, également nouveau,

de la loi, par le paragraphe (l) comme « le moment où l'autorité judiciaire ou administrative compétente d'un État membre ou d'un pays tiers rend sa décision », disposition qui, à cet égard encore, écarte la règle de l'heure zéro.

Cependant, même les ordres de transfert introduits dans un système après le moment de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité produisent encore leurs effets et sont opposables aux tiers à condition que l'opérateur du système ou l'un de ceux qui y interviennent puisse prouver, après le moment du règlement, qu'il n'avait pas connaissance et n'était pas tenu d'avoir connaissance de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

De plus, l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant n'empêche pas l'utilisation des fonds ou titres disponibles sur le compte de ce participant pour permettre à celui-ci de s'acquitter de ses obligations dans le système au jour de l'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

Enfin, un compte de règlement auprès d'un opérateur du système ou d'un organe de règlement ne peut être saisi, mis sous séquestre ou bloqué d'une manière quelconque par un participant, une contrepartie ou un tiers.

Ainsi qu'on le verra plus loin²⁵, les dispositions de l'article 61-2 sont l'apport de la loi du 12 janvier 2001 qui, pour sa plus grande partie, traite de l'agrément des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres et présente un caractère administratif prononcé, en particulier en ce qu'il introduit dans la liste des professionnels du secteur financier une nouvelle catégorie, celle des opérateurs de systèmes de paiement ou de systèmes de règlement des opérations sur titres réglées à l'article 28-2 nouveau de la loi relative au secteur financier.

CHAPITRE 4

La préservation des droits du titulaire de garanties constituées dans les systèmes de paiement ou de règlement d'opérations sur titres

1-14. C'est encore la loi du 12 janvier 2001 qui transpose la directive 98/26 CE en ses dispositions qui, en vue des objectifs décrits dans ses considérants (9) et (13), tendent à sauvegarder des garanties associées aux règlements. Les dispositions de transposition se retrouvent à l'article 61-3 de la loi relative au secteur financier qui dispose que ces garanties ne sont pas affectées par une procédure d'insolvabilité à l'encontre du participant ou de la contrepartie. Il s'agit, selon l'alinéa (1) de l'article 61-3, des nantissements, accords de pensions, transfert fiduciaires et accords analogues établis dans le but de garantir les droits et obligations susceptibles de se présenter dans le cadre d'un système de paiement ou de règlement des opérations sur titres.

²⁵ *Infra*, n^{os} 41-45.

CHAPITRE 5

Les opérations à terme

1-15. Rappelons²⁶ que l'article 1965 du Code civil, qui refuse toute action judiciaire pour les dettes de jeu ou de pari, reste applicable aux marchés à terme, mais que, depuis la loi du 21 juin 1984 relative aux marchés à terme traités en Bourse de Luxembourg et dans lesquels intervient un établissement de crédit, la privation de l'action judiciaire est inapplicable à ceux des marchés à terme portant sur des biens fongibles tels que devises, métaux précieux, marchandises, droits ou autres valeurs quelconques, à condition qu'elles soient traitées en Bourse de Luxembourg ou qu'il y intervienne un établissement de crédit au sens de la législation sur le marché financier.

Cette disposition a été élargie par l'article 6 de la loi du 1^{er} août 2001. L'inapplicabilité de l'article 1965 du Code civil est étendue aux marchés à terme auxquels intervient « un autre professionnel du secteur financier, un organisme de placement collectif, un fonds de pension, une entreprise d'assurances ou de réassurance, un établissement commercial ou industriel bénéficiant d'un accès professionnel au marché financier ou encore un organisme national ou international à caractère public opérant dans le secteur financier ».

C'est la formule qui avait été introduite pour la première fois sur le plan du gage à l'arrêté grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières lors de sa modification par le règlement grand-ducal du 7 juin 1996, reprise depuis lors à l'article 9 de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles²⁷ et que l'on rencontre encore à l'article 61-1, paragraphe 1*bis*, de la loi relative au secteur financier quant à la compensation²⁸.

²⁶ « Historique », n° 23.

²⁷ *Infra*, n° 18.

²⁸ *Supra*, n° 10.

TITRE 4

Le domaine des sûretés

CHAPITRE 1

*La loi du 21 décembre 1994
modifiant certaines dispositions légales
relatives au transfert des créances et au gage*

1-16. Cette loi a incontestablement constitué un énorme pas en avant.

L'« Historique »²⁹ et la contribution de M. Jacques Kauffman parue à ce même Livre jubilaire³⁰ devaient encore se contenter de rappeler l'histoire mouvementée du projet de loi n° 2564³¹ qui allait, après plus de douze ans de va-et-vient, devenir la loi du 21 décembre 1994.

Voilà donc la signification par acte d'huissier ou l'acceptation par acte authentique des articles 1690 et 2074 du Code civil, avec le spectre des droits d'enregistrement, remplacés, comme dans tous les droits modernes, par la simple « notification du transfert » de la créance.

Voilà également réglée, par la modification de l'article 2075 du Code civil et l'article 113 du Code de commerce, l'épineux problème du gage de « choses futures ».

L'exécution sur les biens gagés est à son tour facilitée. La prohibition d'appropriation, maintenue en matière civile et même en matière commerciale par l'article 2078 du Code civil et l'article 117 du Code de commerce, ne s'applique plus, selon l'article 118 du Code de commerce, pour les valeurs mobilières et les créances, le gage de celles-ci étant réputé acte de commerce par l'article 112 du Code de commerce.

La réforme, pour importante qu'elle soit, n'est pas parfaite. Comment ne pas regretter le maintien d'anciennes formules telles que celle de l'article 114, 3, c, du Code de commerce qui, au lieu de la seule inscription du gage dans le registre des actions ou obligations, paraît exiger l'inscription d'un « transfert à titre de garantie » ?

Plus important encore, la réforme ne résout pas nécessairement les problèmes du rang entre le gage de biens mobiliers et les créances privilégiées³². Il est vrai que la question du rang des sûretés – conventionnelles – et des privilèges – légaux – relève d'une problématique générale qui affecte incontestablement la sécurité juridique.

²⁹ N° 31, p. 13.

³⁰ « Régime Juridique de la cession de créance et du gage », p. 877.

³¹ A. ELVINGER, « Les sûretés mobilières, aspects d'actualité », *Bull. Droit et banque*, 1985, n° 7, p. 3

³² Pour la critique du projet de loi 2574 peu avant son vote, voy. M. ELVINGER, « Le gage des meubles incorporels, une sûreté dans la tourmente », *Bull. Droit et banque*, 1995, n° 23, p. 5.

CHAPITRE 2

Le gage dans la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles

1-17. L'évolution de l'institution du gage de biens mobiliers est marquée par la généralisation progressive de la fongibilité des titres.

L'article 8 du règlement grand-ducal du 17 février 1971 avait permis la constitution du gage sur valeurs mobilières fongibles « par la seule inscription de ces valeurs à un compte spécial ouvert auprès d'un dépositaire, agissant soit comme créancier gagiste, soit comme tiers détenteur ». Le règlement grand-ducal du 8 juin 1994 avait supprimé la condition de la spécialité du compte.

Par la suite, le règlement grand-ducal du 7 juin 1996 s'était préoccupé de l'insécurité juridique qui pouvait naître du fait que les valeurs mobilières sur le compte d'un professionnel des marchés financiers, dépositaire des titres de sa clientèle, pouvaient être mises en gage pour ses propres besoins, la validité du gage étant généralement considérée comme dépendant de la propriété des titres en question du constituant du gage. Ce règlement grand-ducal du 7 juin 1996 prévoyait à ce titre, en modifiant à l'article 8, alinéa 2, du règlement grand-ducal du 17 février 1971, que le constituant du gage devait avertir le créancier gagiste et le tiers détenteur, avant l'inscription ou le transfert de valeurs mobilières en un compte gagé, si ces valeurs ne sont pas sa propriété, pour dire ensuite qu'à défaut d'un tel avertissement, la validité du gage n'était pas affectée par l'absence de droit de propriété du constituant du gage, sans préjudice de la responsabilité du constituant du gage.

La protection ainsi créée en faveur du créancier gagiste fut jugée insuffisante et l'article 9 de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles commence par dire que le constituant du gage est présumé être propriétaire des titres, ajoutant que la validité du gage n'est pas affectée par l'absence du droit de propriété du constituant du gage sauf dans le cas d'un avertissement par celui-ci, étant spécifié que cet avertissement doit être donné « au préalable », ce qui n'est pas nouveau puisque l'ancien texte exigeait que l'avertissement soit fait « avant l'inscription et par écrit ». La disposition avait été critiquée comme susceptible de priver le véritable propriétaire de titres de ses droits³³.

1-18. Sur le plan de la réalisation du gage, depuis la modification par l'arrêté grand-ducal du 7 juin 1996, la réalisation sans mise en demeure est permise non seulement aux établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier, mais encore aux organismes de placement collectif, aux établissements commerciaux ou industriels bénéficiant d'un accès professionnel au

³³ Avis de la Banque centrale du Luxembourg, *Doc. parl.* 4695² et 4696², p. 4.

marché financier, et aux organismes internationaux à caractère public opérant dans le secteur financier, solution qui a été reprise depuis lors par l'article 9 de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles.

CHAPITRE 3

La loi du 1^{er} août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie

1-19. L'intention du législateur n'était pas d'instituer une nouvelle forme de sûretés réelles, mais d'établir ou de rétablir la sécurité juridique du transfert de propriété à titre de garantie. L'exposé des motifs³⁴ souligne en effet l'ancienneté de cette forme de sûreté et constate qu'elle est d'ores et déjà pratiquée au Luxembourg par le recours à la fiducie, mais qu'un récent arrêt de la Cour de cassation de Belgique était venu semer le doute en considérant qu'il s'agit d'une sûreté réelle non prévue par la loi, s'étant agi, dans ce cas, d'une cession de créances à titre de garantie.

À cet égard, on peut regretter que la nouvelle législation ait un champ d'application restreint de sorte que, si insécurité juridique il y avait, elle persisterait pour tous les transferts de garantie qui se situent en dehors de ce champ d'application.

Le domaine d'application de la loi du 1^{er} août 2001 est en effet limité, quant aux biens susceptibles d'être transférés à titre de garantie, aux « créances, titres et autres instruments financiers au sens le plus large et plus généralement toutes valeurs pouvant être inscrites et transférées de compte à compte »³⁵.

D'autre part, la loi ne s'applique que lorsqu'il s'agit « de valeurs dont le cédant ou le cessionnaire ou les deux sont constitués ou établis au Luxembourg, ou de valeurs inscrites à un compte au Luxembourg ou situées au Luxembourg ». Les travaux préparatoires, quant à la situation des valeurs à Luxembourg, visent un double critère en se référant au cas où « le débiteur de la créance cédée régie par le droit luxembourgeois se trouve à Luxembourg »³⁶.

Une troisième restriction consiste en ce que, selon l'article 1 (1) de la loi, le cédant ou le cessionnaire doivent être des établissements de crédit ou d'autres professionnels du secteur financier ou de l'investissement. À ce sujet, les travaux préparatoires sont positifs puisqu'ils disent expressément qu'il peut s'agir d'un « professionnel de la finance luxembourgeois ou étranger »³⁷.

³⁴ *Doc. parl.* 4696, p. 3.

³⁵ Article 2, alinéa (2).

³⁶ *Doc. parl.* 4696, p. 6.

³⁷ *Doc. parl.* 4696, p. 6.

La nouvelle loi n'écarte donc pas l'insécurité juridique quant au gage de biens mobiliers ou immobiliers non fongibles ou d'immeubles, ni même, si l'on devait suivre la formule citée ci-dessus, quant au gage de certaines créances non régies par le droit luxembourgeois. L'explication du domaine restreint d'application est sans doute que, comme le constate l'exposé des motifs, le transfert de propriété à titre de garantie constitue aujourd'hui la technique de sûreté la plus communément utilisée dans les marchés financiers internationaux, en particulier dans des contrats-cadres tels que ISDA, ISLA et OSLA³⁸, et que ce sont ces domaines que l'on voulait sécuriser.

Toujours dans le sens de la sécurité juridique, le projet de loi 4721³⁹ déposé le 16 novembre 2000 prévoit de confirmer la validité de la fiducie conclue à des fins de garantie.

TITRE 5

Le domaine du mandat

1-20. L'on ne peut signaler à cet égard qu'un développement, mais qui est de taille. La loi du 27 juillet 2003, issue du projet de loi 4721 déposé le 16 novembre 2000, porte approbation de la Convention de La Haye du 1^{er} juillet 1985 relative à la loi applicable au *trust* et à sa reconnaissance, et procède à une nouvelle réglementation des contrats fiduciaires.

Ces deux parties de la loi sont liées: les auteurs du projet ne cachaient pas leur objectif d'obtenir, en contrepartie de la reconnaissance du *trust* constitué sous une loi étrangère qui prévoit cette institution, la reconnaissance par l'étranger de la fiducie. Ils estiment en effet que la fiducie luxembourgeoise, telle qu'elle sera modifiée par ce projet, revêt les traits caractéristiques du *trust* selon la description donnée du *trust* par l'article 2 de cette Convention.

Le Conseil d'État relève dans son avis⁴⁰ que la jurisprudence a d'ores et déjà reconnu, sous certaines réserves, des *trusts* valablement constitués par rapport au droit de leur pays d'origine⁴¹.

³⁸ *Doc. parl.* 4696, p. 6.

³⁹ *Infra*, n° 20.

⁴⁰ 4721², p. 1.

⁴¹ Sans doute le Conseil d'État visait-il un jugement du tribunal d'arrondissement confirmé par la Cour d'appel accueillant l'action judiciaire d'un *trust*, constitué sous un droit étranger qui connaît cette institution, devant les tribunaux luxembourgeois en revendication d'avoirs déposés en compte auprès d'une banque luxembourgeoise (Luxembourg, 4 novembre 1994, Cour; 22 mai 1996, *Bull. Droit et banque* n° 26, p. 47 et note P. KINSCH, p. 55). Le jugement de première instance avait constaté que le fait par le tribunal luxembourgeois d'accueillir l'action des *trustees* du *trust*, en l'occurrence constitué à Jersey, n'impliquait « aucune reconnaissance sur un bien situé au Luxembourg d'un droit réel ignoré par notre législation et n'est pas de nature à choquer l'ordre économique luxembourgeois ou rendre inaliénables des biens situés au Luxembourg ».

1-21. En ce qui concerne le nouveau régime que la loi institue pour la fiducie, la faculté d'agir comme fiduciaire est étendue, au-delà des établissements de crédit, jusque-là seuls admissibles à cet effet, aux entreprises d'investissement, et en outre aux OPC, aux fonds de pension, aux entreprises d'assurances ou de réassurance, aux sociétés ou fonds de titrisation et aux organismes nationaux ou internationaux à caractère public opérant dans le secteur financier.

Le commentaire des articles⁴² souligne que la qualité de fiduciaire n'est pas restreinte aux professionnels et organismes luxembourgeois ou même communautaires, mais à l'ensemble de ces professionnels, quelle que soit leur origine et, partant, le siège de leur autorité de contrôle.

Quant à la définition de la fiducie, le fiduciaire est franchement qualifié de « propriétaire de biens formant un patrimoine fiduciaire » alors que le règlement grand-ducal de 1983 parlait encore du « titulaire ». Le nouveau texte consacre également expressément la fiducie conclue à des fins de garantie.

TITRE 6

Le domaine de la vente et du louage

1-22. Dans notre « Historique »⁴³, nous avons signalé, sous ce titre, les opérations de crédit-bail et d'affacturage pour constater qu'elles n'apparaissent plus dans la réglementation du secteur financier depuis la loi du 5 avril 1993 et que, tout au plus, la législation abrogée par cette loi avait l'intérêt d'avoir fourni des définitions juridiques à ces constructions contractuelles *sui generis* de la pratique.

Nous verrons, en traitant du droit financier public⁴⁴, que ces notions font leur réapparition dans la loi du 2 août 2003, qui vient à nouveau ranger ces activités dans celles réservées aux professionnels du secteur financier, mais ce sous la catégorie des professionnels effectuant des opérations de prêt, désormais sujettes aux conditions tant d'accès que de surveillance du secteur financier.

Quant à la Cour, elle a d'abord constaté qu'il ne s'agissait pas, dans cette affaire, de « toiser la question de savoir si un *trust* pourrait être constitué au Luxembourg sur des biens situés dans ce pays » alors qu'effectivement il s'agissait d'un *trust* constitué à Jersey et sous la loi de Jersey. Elle rappelait encore que le *trust* avait été en l'occurrence « constitué par des étrangers à l'étranger ». Mais, ensuite, elle disait : « Si la loi de la situation des biens peut seule définir les droits réels dont ces biens peuvent faire l'objet, il en suit qu'un *trust*, institution inconnue du droit luxembourgeois, ne peut être constitué sur des biens situés au Luxembourg. »

Quoi qu'il en soit, tant les premiers juges que la Cour d'appel ont à tout le moins reconnu l'institution du *trust* en ce qu'ils ont admis les *trustees* de ce *trust* de droit étranger à agir devant les tribunaux luxembourgeois en revendication d'un bien situé à Luxembourg.

⁴² *Doc. parl.* 4721, p. 10.

⁴³ Nos 39-41.

⁴⁴ *Infra*, n° 47.

TITRE 7

Les opérations de mise en pension

1-23. La loi du 21 décembre 1994 relative aux opérations de mise en pension effectuées par les établissements de crédit avait eu pour objet de donner une qualification certaine à un type d'opération que l'on trouve dans la pratique et qui consiste en ce qu'une partie, le cédant, cède un bien contre paiement d'un prix à une autre partie, le cessionnaire, et que l'obligation ou l'option de rétrocession ultérieure de ce bien au cédant est prévue à un prix convenu d'avance. Sur le plan économique, cette opération s'apparente à la double vente ou vente à double option (*repurchase agreement*) ou encore au prêt de titres⁴⁵. Le but du législateur était là, encore, de mettre ces opérations à l'abri des incidences de la liquidation collective de l'une ou de l'autre des parties. Originellement limité aux opérations intervenant entre des « établissements de crédit » au sens de la loi luxembourgeoise, le champ d'application de la loi a été étendu par la loi du 1^{er} août 2001 ayant trait, entre autres, aux opérations de mise en pension, aux « professionnels de la finance » selon l'énumération reprise également à l'article 1^{er} de la même loi en ce qu'elle concerne le transfert de propriété à titre de garantie⁴⁶, par l'article 4 de la loi du 1^{er} août 2001 précitée concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles.

TITRE 8

Le domaine du droit des sociétés

CHAPITRE 1

Droit général des sociétés

1-24. L'historien du droit ne peut que le regretter : la décennie qui s'est écoulée depuis la parution du Livre jubilaire n'a apporté aucun véritable progrès sur le fond du droit des sociétés, qui intéresse cependant à beaucoup d'égards, au plus haut degré, également la place financière. Pourtant, la loi du 10 août 1915, au-delà des modifications essentiellement dictées par les directives européennes, appelle à la réforme sur beaucoup de chapitres. Dans la sphère du droit des sociétés, le législateur n'a toujours pas réglé sur le plan de l'accueil national les fusions transfrontalières selon le modèle des

⁴⁵ A. ELVINGER et J. ELVINGER, « Le prêt de titres », *Droit bancaire et financier au Grand-Duché de Luxembourg*, Larcier, 1994, vol. II, p. 929 et 930.

⁴⁶ *Doc. parl.* 4696, p. 9.

fusions internes⁴⁷, un problème déjà résolu sur le plan fiscal sur base de la directive 90/434/CEE, ni introduit la notion de l'apport d'universalité comme l'ont fait les législateurs français et belge, sujet qui intéresse particulièrement le secteur financier. Il faut souhaiter que le projet de loi n° 4992, déposé le 10 juillet 2002⁴⁸, qui répond à ces deux impératifs⁴⁹, outre qu'il étend le champ des fusions et scissions au-delà des sociétés anonymes⁵⁰, et qui est doté d'un exposé des motifs et de commentaires remarquables, passe le plus rapidement possible les instances législatives.

Pourquoi ne pas supprimer enfin la disposition, que l'on doit considérer comme incompatible avec le droit communautaire, et qui figure comme une curiosité locale dans les prospectus d'offre publique d'échange, de l'article 161, 2^e alinéa, de la loi sur les sociétés commerciales qui interdit pendant deux ans de vendre des actions de sociétés étrangères représentant des apports en nature, suppression manifestement oubliée lors de l'abrogation de l'article 44 qui rendait inaliénables pendant deux ans les actions de sociétés luxembourgeoises résultant d'apports ne consistant pas en numéraire? Pourquoi, pour ne citer que quelques autres exemples, ne pas corriger l'erreur de numérotation, intervenue dans la transposition de la directive, de l'article 32-4 avec sa référence à l'article 32-2? Pourquoi ne pas clarifier, toujours à l'article 32-4, la référence générale à l'article 32-1 qui continue à faire croire à certains que l'émission d'obligations convertibles exigerait un rapport au titre de l'article 26-1, alors que tel n'a de sens qu'au cas, sans doute rare, où de telles obligations seraient libérées en nature, ce qui justifierait la référence à l'alinéa (5) de l'article 32-1? On assiste, en revanche, à une évolution vers la rigueur dans la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés qui, à son article 75, exige, avec effet à partir du 1^{er} janvier 2005, des entreprises, y compris des sociétés commerciales, le dépôt pour publication des comptes dans les sept mois, ce délai commençant pour les commerçants personnes physiques par la fin de l'année civile et pour les personnes morales par la clôture de l'exercice social. La Chambre de commerce⁵¹ et le Conseil d'État⁵² avaient attiré l'atten-

⁴⁷ Il y a, il est vrai, de bons arguments pour estimer, contrairement à l'opinion exprimée au cours des travaux préparatoires (*Doc. parl.* 2897, p. 11), qu'en présence de législations internes sur la fusion prévoyant les mêmes solutions, comme cela doit être le cas entre États membres de l'Union européenne à la suite de la transposition de la directive fusions et scissions, les fusions et scissions transfrontalières à l'intérieur de l'Union européenne peuvent se faire non seulement « à l'ancienne », mais même sur le modèle des fusions internes tel qu'arrêté par les sections XIV et XV de la loi sur les sociétés commerciales. Sur ce point, entre autres, note VIANDIER et CAUSSAIN, *J.C.P.*, 1993, éd. E., I, n° 288, p. 491; Versailles, 3 oct. 1996, *J.C.P.*, 1997, éd. E., I, n° 676, p. 326, note VIANDIER et CAUSSAIN.

⁴⁸ *Doc. parl.* 4992.

⁴⁹ Nouvel article 257, alinéa 3, selon le projet de loi; commentaire *Doc. parl.* 4992, p. 24, et nouvelle section XV-bis selon le projet de loi; *Doc. parl.* 4992, p. 14.

⁵⁰ Exposé des motifs, *Doc. parl.* 4992, p. 17.

⁵¹ *Doc. parl.* 4581¹, p. 14 et 15.

⁵² *Doc. parl.* 4581⁴, p. 13.

tion sur l'incompatibilité de ce délai avec ceux prescrits par la loi sur les sociétés commerciales. Malgré la mise en garde de l'Institut des réviseurs d'entreprises et de l'Ordre des experts-comptables⁵³ qui considéraient ce délai comme insuffisant, le gouvernement, tout en remédiant à l'incompatibilité initiale par des amendements déposés le 15 mai 2001, considérait le maintien de ce délai comme « impératif ». Ceci, selon l'exposé des motifs⁵⁴, pour donner aux « administrations concernées » un accès rapide à ce que les travaux préparatoires désignent comme une « centrale des bilans », qui n'est autre chose que l'archivage et la conservation sur support informatique des comptes par le Statec⁵⁵. On peut s'interroger sur la proportionnalité de telles exigences qui, outre une rigidité peu propice à la place financière, risquent de placer certains professionnels du secteur financier, et surtout les professionnels des comptes et de la révision, devant des impasses sérieuses.

Le projet de loi 5157, déposé le 20 mai 2003, « portant des mesures ponctuelles en matière de prévention des faillites et de lutte contre les faillites organisées », comprend également des modifications, effectivement ponctuelles, au droit des sociétés. Saluons ici la suppression, aux articles 37 et 182, des « taux » minima par action ou par part⁵⁶. Le même projet supprime sur certains points des différences entre les sociétés anonymes et les sociétés à responsabilité limitée, entre autres celles ayant trait aux apports en nature et aux vérifications à opérer par les notaires⁵⁷.

Conformément à sa vocation, le projet de loi, par un nouvel article 202-1, étend aux sociétés à responsabilité limitée, en les précisant, les dispositions prévues par l'article 100 en cas de perte du capital social⁵⁸.

Dans un souci de protection du capital et pour prévenir des abus, le projet prévoit l'interdiction d'avances aux actionnaires⁵⁹. Le commentaire des articles⁶⁰ reconnaît que le principe de l'interdiction doit être « atténué pour les sociétés qui, dans le cadre d'un groupe de sociétés, ont une activité de financement des sociétés du groupe, ce qui comprend éventuellement les actionnaires. De même, pour les rares banques qui, dans le cadre de leur activité, font des prêts à leurs actionnaires, une sanction pénale va au-delà de ce qui est recherché ». Toujours selon le commentaire, trois conditions sont posées pour que l'interdiction soit levée : l'opération entre dans l'objet de la société, il s'agit d'une opération courante, les conditions de l'opération sont des conditions normales.

⁵³ *Doc. parl.* 4581³, p. 4.

⁵⁴ *Doc. parl.*, 4581, p. 8.

⁵⁵ Article 76 de la loi.

⁵⁶ Article 1^{er} *sub* 1 et *sub* 6 ; commentaire p. 11 et 12.

⁵⁷ Article 1^{er}, *sub* 7 et 8.

⁵⁸ Article 1^{er} *sub* 4. et 9.

⁵⁹ Article 1^{er} *sub* 5.

Le commentaire ajoute que « les termes utilisés pour délimiter les conditions ont volontairement un certain caractère de généralité, ce qui permet une appréciation flexible au cas par cas ». S'agissant d'une disposition pénale, cette technique est redoutable au point de vue de la prévisibilité et de la sécurité juridique : la définition de l'infraction est précise, alors que les moyens d'excuse sont « flexibles » ! De plus, la condition de normalité des conditions des avances n'est pas nécessairement donnée, ou du moins est discutable dans les opérations de financement de sociétés du groupe.

Ne serait-il pas préférable de limiter l'interdiction au cas où elle porte atteinte au capital, ce qui est réellement ce que l'on veut éviter ? Les auteurs du projet de loi ne semblent pas avoir situé leur nouvelle disposition par rapport à celle qui existe déjà, à cet égard, aux articles 49-6 et 168, deuxième tiret, et que l'on pourrait considérer comme suffisante.

Dans ce même projet de loi, on trouve⁶¹ une exigence de capital minimum spéciale pour les sociétés holding. Alors que la modification proposée à l'article 26 pour les sociétés anonymes en général prévoit un capital minimum souscrit de 70 000 €, la modification proposée par l'article 2 du projet prévoit pour les sociétés holding la fixation d'un capital social libéré qui peut être fixé par règlement grand-ducal à un montant n'excédant pas 250 000 € et qui pourrait être différencié d'après la forme de la société holding⁶².

Quant aux innovations de nature plus générale du droit des sociétés, elles sont davantage orientées vers des concepts nouveaux. Il en est ainsi de l'institution par la loi du 10 juin 1999 des sociétés coopératives organisées comme des sociétés anonymes, ayant surtout une vocation spécialisée, à savoir la constitution des sociétés d'épargne-pension (sepcav) appelées à constituer des fonds de pension sous la loi du 8 juin 1999 créant les fonds de pension sous forme de sepcav ou d'assep⁶³.

D'autres développements du droit des sociétés se sont produits dans le domaine réglementaire et administratif, comme la réforme du registre de commerce et des sociétés⁶⁴, ou encore la réglementation de la « domiciliation »⁶⁵.

⁶⁰ Commentaire, p. 12.

⁶¹ Article 2.

⁶² Sur d'autres modifications qui pourraient intervenir sur le régime des sociétés holding, voy. *infra*, n° 94.

⁶³ *Infra*, n° 79.

⁶⁴ *Infra*, n° 29.

⁶⁵ *Infra*, n°s 26 et s.

CHAPITRE 2

La société européenne

1-25. Des changements dans la structure générale de notre droit des sociétés seront sans doute déclenchés à brève échéance, là encore, par un développement important, et qui s'est fait attendre, sur le plan européen : le règlement (CE) n° 2157/2001 du Conseil du 8 octobre 2001 relatif au statut de la société européenne et la directive de même date 2001/86/CE du Conseil complétant le statut de la société européenne pour ce qui concerne l'implication des travailleurs, produiront leurs effets à partir du 8 octobre 2004.⁶⁶

Il faut rappeler que la société européenne n'est pas d'un usage universel. La constitution de ce type de société est réservée aux groupes établis dans plusieurs États européens. Ainsi, une société d'un État membre ne peut se transformer en société européenne que si elle a depuis au moins deux ans une société filiale relevant du droit d'un autre État membre. De même, une société européenne ne peut être créée par voie de fusion que si deux sociétés fusionnées relèvent des droits d'États membres différents ; une nouvelle société faîtière, ou au contraire une nouvelle filiale, ne peuvent être créées sous cette forme que s'il y intervient des sociétés d'États membres différents.

Mais on voit immédiatement qu'en ce qui concerne le Luxembourg, ces conditions sont remplies pour la plupart des sociétés importantes du pays. Surtout, dans la mesure où le Luxembourg se veut un pôle d'attraction dans le domaine financier – comme aussi d'ailleurs dans la grande industrie –, il doit s'efforcer de ne pas entraver, mais au contraire de faciliter l'établissement de telles sociétés, sans méconnaître pour autant que ces sociétés bénéficient d'une plus grande mobilité quant au transfert de leur siège dans les deux sens, donc aussi vers un autre État membre.

L'intervention du législateur national est indispensable dès lors que le statut de la société européenne laisse place, sur un grand nombre de points, à l'application du droit national concernant la société anonyme. Même à l'intérieur du statut proprement dit de la société européenne, le règlement prévoit un certain nombre d'options à prendre par les États membres. L'une de ces options consistera à permettre aux sociétés européennes – et ce sera l'occasion d'étendre ce choix aux sociétés anonymes en général – de choisir entre le système moniste (conseil d'administration) et le système dualiste (conseil de surveillance et organe de direction). À l'intérieur du système dualiste, ce sont encore les États membres qui peuvent fixer certaines normes – ou s'abstenir de les fixer – quant aux actes de l'organe d'administration soumis à l'approbation de l'organe de surveillance.

⁶⁶ La date d'entrée en vigueur au 8 octobre 2001 qui figure à la publication au *Journal officiel* en langue française, est une erreur que le *Journal officiel* ne paraît pas être pressé de corriger.

Sur le plan de l'implication des travailleurs, la directive, contrairement à la réglementation actuelle luxembourgeoise imposant, dans certaines conditions, la représentation des travailleurs dans les conseils d'administration, réserve une place essentielle à la négociation à l'issue de laquelle l'implication des travailleurs se fera soit par une procédure d'information et de consultation, soit par l'institution d'un organe de représentation (similaire au comité d'entreprise européen), soit enfin, comme dans le modèle luxembourgeois, par la représentation dans les conseils ou directoires (la « participation »). Là encore, les États membres auront très bientôt à mettre en place, avec des options importantes, une infrastructure préparatoire pour la détermination du mode d'élection ou de désignation des membres du groupe spécial de négociation.

CHAPITRE 3

La « domiciliation de sociétés »

1-26. Le projet de loi n° 4328 qui a abouti à la loi du 31 mai 1999, régissant notamment la domiciliation des sociétés, avait eu de plus grandes ambitions. Au point de vue de la structure législative, ses auteurs avaient prévu, d'une part, de regrouper dans le Code de commerce les dispositions communes à toutes les espèces de sociétés commerciales, d'autre part, d'introduire une nouvelle définition du domicile des sociétés.

Au cours des travaux préparatoires, il apparut que ces propositions rencontraient de nombreuses objections et qu'il y avait lieu de s'attacher dans ce contexte à un objet plus concret du projet qui était de régler et réglementer une pratique d'hébergement de sociétés qui avait à juste titre donné lieu à des inquiétudes.

C'est ce à quoi se réduit en fin de compte la loi du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés.

1-27. La loi impose d'abord au « tiers » qui offre aux sociétés d'établir leur siège chez lui, de conclure une convention écrite dite « de domiciliation ».

Aux termes de l'article 7 de la loi du 31 mai 1999 et de l'article 5, n° 10, de la loi concernant le registre de commerce, cette convention devait être déposée au registre de commerce et des sociétés. Cette disposition a été supprimée dans la loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés⁶⁷, mais, curieusement, la cessation de la convention de domiciliation doit être déposée au registre de commerce et des sociétés, avec information au procureur d'État et publication au *Mémorial* par le gestionnaire du registre⁶⁸.

⁶⁷ L'article 13 de la nouvelle loi sur le registre de commerce et des sociétés ne contient plus le n° 10 de l'ancien article 5. Pour les motifs de ce changement, voy. *Doc. parl.* 4581¹, p. 8 et 4581⁵, p. 39 et *Doc. parl.* 4581¹², p. 10.

⁶⁸ Article 3 de la loi sur la domiciliation des sociétés.

En même temps, la loi crée une nouvelle catégorie de professionnels du secteur financier, celle des domiciliataires de sociétés. Cet aspect réglementaire sera rencontré ci-après sous le chapitre qui s'y rapporte⁶⁹.

1-28. La loi ne s'applique pas, selon son article 1 (4), à la domiciliation d'une société auprès d'une personne qui est elle-même un associé exerçant une influence significative sur la conduite des affaires de la société. On visait ainsi les groupes internationaux qui établissent au Luxembourg leurs sociétés faitières auxquelles on voulait laisser la possibilité, sans être soumises à une réglementation particulière, de domicilier auprès d'elles leurs filiales.

La formule à première vue surprenante – « une personne qui est elle-même un associé exerçant une influence significative sur la conduite des affaires de la société » – est empruntée, comme le confirment les travaux préparatoires⁷⁰, à la loi relative au secteur financier, plus particulièrement aux articles 6 (1) et 18 (1) de cette loi, qui subordonnent l'agrément des établissements de crédit et des professionnels du secteur financier, à l'agrément de l'actionnariat et visent les « actionnaires ou associés, directs ou indirects ». Par transposition, il faut donc admettre que l'exception qui figure à la loi sur la domiciliation permet de domicilier auprès de la société faitière non seulement ses filiales directes, mais également les filiales indirectes, toujours à la condition que l'affiliation soit telle qu'elle permette d'exercer l'influence voulue comme condition par la loi.

L'ajout à l'article 28-1, paragraphe 1, d'un deuxième alinéa, apporté par une modification introduite à la loi sur la domiciliation des sociétés par la loi du 19 décembre 2002 ayant pour objet notamment la réforme du registre de commerce et des sociétés, en son article 90, qualifie également de « domiciliataire de sociétés », les sociétés qui acceptent qu'une ou plusieurs sociétés du groupe dont elles font elles-mêmes partie établissent auprès d'elles un siège pour y exercer une activité dans le cadre de leur objet social et qui prestant des services quelconques liés à cette activité. Selon les travaux préparatoires⁷¹, on visait ainsi la domiciliation de sociétés d'un même groupe auprès d'une société de ce groupe, mais qui n'en est pas la société faitière. La lecture des travaux préparatoires, qui saluaient de telles structures, conduit à penser que l'orientation du législateur aurait justifié d'assimiler ces cas à celui visé à l'article 1 (4) de la loi sur la domiciliation, et donc à dispenser de l'intervention d'un domiciliataire professionnel ou de l'obtention de l'agrément et de la soumission à la surveillance d'une au moins des sociétés du groupe établies au Luxembourg.

C'est dans le sens d'une extension de l'exception que s'est prononcée la Chambre de commerce dans son avis sur le projet de loi 5085 devenu la loi du 2 août 2003⁷².

⁶⁹ *Infra*, n° 50.

⁷⁰ *Doc. parl.* 4328, p. 9.

⁷¹ *Doc. parl.* 4581⁵, p. 43.

⁷² *Doc. parl.* 5085¹, p. 3 et 4 sous « concernant l'article III ».

Le Conseil d'État, dans son avis du 3 juin 2003⁷³, s'était rallié à cette proposition en suggérant d'insérer au paragraphe 4 de l'article 1 de la loi régissant la domiciliation des sociétés un nouveau deuxième tiret étendant l'exception « à la domiciliation de sociétés auprès d'une autre société appartenant au même groupe ».

Cette proposition n'a pas été retenue par la commission des Finances et du Budget⁷⁴, il est vrai pour des raisons difficilement compréhensibles. En effet, la commission constatait « que l'objectif ainsi souhaité [s'agissant de celui souhaité par la Chambre de commerce et le Conseil d'État] est utilement et suffisamment réalisé depuis l'insertion, par la loi du 19 décembre 2002 et au niveau de l'article 28-1 de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, d'une disposition qui permet toutes les domiciliations intergroupes sans devoir recourir aux services d'une société de domiciliation externe au groupe ».

Lors du vote de la loi, la Chambre a suivi la commission des Finances et du Budget et n'a donc pas adopté le texte proposé par le Conseil d'État, ni supprimé ou modifié l'article 28-1 (1), deuxième alinéa.

Cependant, la loi du 2 août 2003 introduit à l'article 13, paragraphe (2), de la loi sur le secteur financier un tiret supplémentaire qui exclut de l'application du chapitre 2 de cette loi, et donc de l'exigence d'un agrément, les « entreprises qui fournissent un service relevant du présent chapitre autre qu'un service d'investissement, exclusivement à une ou plusieurs personnes appartenant au même groupe que l'entreprise qui fournit le service »⁷⁵.

⁷³ *Doc. parl.* 5085², p. 7.

⁷⁴ *Doc. parl.* 5085³, p. 4.

⁷⁵ Cette disposition devait être le pendant de l'exception figurant à l'alinéa 2 de l'article 13 de la loi, reprise de la Directive Services d'investissement n° 93/22/CEE en son article 2, paragraphe 2 b), selon laquelle le régime des entreprises fournissant un service d'investissement n'est pas applicable aux entreprises qui fournissent un tel service exclusivement à leur entreprise mère, à leur filiale ou à une autre filiale de leur entreprise mère.

On peut se demander pourquoi la nouvelle disposition figurant à l'article 13, paragraphe 2, n'a pas repris la formule de la Directive et celle de l'exception concernant les entreprises d'investissement, alors que les travaux préparatoires s'y réfèrent expressément. La nouvelle formule a l'inconvénient de nécessiter une interprétation du terme « groupe ». A cet égard, la Newsletter de la CSSF n° 33 d'octobre 2003 propose une interprétation de la notion de « groupe » au sens de la loi du 2 août 2003 comme suit :

« La notion de groupe n'est pas juridiquement définie par la loi du 2 août 2003.

En attendant une prise de position définitive, la CSSF est d'avis qu'un groupe au sens de la loi du 2 août 2003 peut être défini provisoirement comme un groupe d'entreprises composé d'une entreprise mère, de ses filiales et des entités dans lesquelles l'entreprise mère ou ses filiales détiennent une participation.

Cette définition est inspirée de la directive 2002/97/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 décembre 2002 relative au conglomérat financier. »

Il faut reconnaître que cet effort d'interprétation aurait été inutile si l'article 13, paragraphe 2, avait, plus simplement, suivi la formule de la Directive Services d'investissement et de l'exception qui figure à l'article 13 (2) de la loi, dans le paragraphe qui précède immédiatement celui nouvelle-

Or, les services de domiciliation relèvent bien de ce chapitre, plus précisément, selon le paragraphe (13) de la loi du 2 août 2003, de la nouvelle sous-section 3 concernant « les PSF exerçant une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier ».

La question se pose de savoir si, et dans quelle mesure, la disposition de l'article 28-1 (devenu l'article 29), paragraphe 1, deuxième alinéa, a ainsi été abolie implicitement par cette disposition nouvelle.⁷⁶

Selon sa Newsletter n° 33 d'octobre 2003 sous le chapitre « Précisions sur l'exception de groupe »⁷⁷, la CSSF estime que tel n'est pas le cas.

Il reste à se demander pourquoi l'exception de groupe, qui s'applique selon la directive aux entreprises d'investissement⁷⁸ et qui a été étendue par la loi du 2 août 2003 aux professionnels du secteur financier en général, serait inappli-

ment introduit et qui se réfère à la prestation de services exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur entreprise mère.

⁷⁶ Il ne semble pas que les deux dispositions soient inconciliables.

La société qui fournit des services de domiciliation à d'autres sociétés du groupe auquel elle appartient et exclusivement à celles-ci est bien relevée par l'article 13, paragraphe (2), quatrième tiret nouveau de la loi sur le secteur financier, de la nécessité d'un agrément et ne tombe de ce fait pas non plus sous la surveillance de la CSSF, mais continue à être régie pour le surplus par la loi du 31 mai 1999 régissant la domiciliation des sociétés. En particulier, elle est tenue, aux termes de l'article 2, à respecter les obligations professionnelles imposées au domiciliataire – conclusion d'une convention de domiciliation, obligation de connaître l'identité réelle des membres et des organes de la société domiciliée et obligation de dénonciation du contrat au cas où la société domiciliée contrevient aux dispositions de la loi – de même que s'applique à elle l'article 3 concernant la continuation de la convention de domiciliation jusqu'à renouvellement et obligation de publication de la cessation.

Par contre, la société qui fournit des services de domiciliation à une société sur laquelle elle exerce une influence significative sur la conduite des affaires, n'est pas soumise à ces dispositions.

Resterait-il un conflit avec le deuxième alinéa de l'article 1^{er} paragraphe (1) de la loi du 31 mai 1999 régissant la domiciliation? Ce texte indique la liste des « professions réglementées », dont les autres professionnels du secteur financier, qui peuvent être domiciliataires. La société qui fournit des services de domiciliation exclusivement à d'autres sociétés du groupe auquel elle appartient est un professionnel du secteur financier sans pour autant faire partie d'une profession réglementée du fait du nouveau tiret à l'article 13 paragraphe (2) de la loi sur le secteur financier cité ci-dessus.

La loi du 2 août 2003 est postérieure et participe à la réglementation du secteur financier. Le nouveau tiret, en ce qu'il écarte la nécessité d'un agrément pour les professionnels du secteur financier qui fournissent des services exclusivement à l'intérieur de leur groupe, déroge donc implicitement mais nécessairement à l'alinéa 2 de l'article 1^{er} paragraphe (1) de la loi sur la domiciliation dans la mesure où celui-ci serait à comprendre comme réservant la qualité de domiciliataire aux seules professions réglementées.

⁷⁷ « Afin d'éviter toute équivoque quant à la portée du nouveau tiret de l'article 13 par rapport au statut de domiciliataire de société (article 29 de la loi modifiée du 5 avril 1993) il convient de souligner que par dérogation à l'article 13 paragraphe (2) les sociétés qui acceptent qu'une ou plusieurs sociétés du groupe dont elles font elles-mêmes partie établissent auprès d'elles un siège pour y exercer une activité dans le cadre de leur objet social et qui prestent des services quelconques liés à cette activité, seront également des domiciliataires de sociétés au sens de l'article 29 et à ce titre soumis à l'agrément préalable et à la surveillance de la CSSF. »

⁷⁸ *infra* n° 37.

cable à la seule domiciliation qui ne relève pourtant du secteur financier qu'à titre « connexe ou complémentaire ». En présence de difficultés pratiques d'application sérieuses, une nouvelle intervention du législateur à ce sujet serait certainement utile.

CHAPITRE 4

Registre de commerce et des sociétés

1-29. La loi du 19 décembre 2002 concernant notamment le registre de commerce et des sociétés a eu comme premier objet de détacher cette institution, qui remonte à la loi du 23 décembre 1909, de l'organisation judiciaire, puisque, sous cette loi, le registre de commerce et des sociétés était tenu auprès des tribunaux d'arrondissement de Luxembourg et de Diekirch. Dorénavant, la gestion du registre de commerce et des sociétés est confiée, selon l'article 2 de la loi du 19 décembre 2002, sous l'autorité du Ministre de la Justice, à un groupement d'intérêt économique regroupant l'État, la Chambre de commerce et la Chambre des métiers.

TITRE 9

Le domaine des valeurs mobilières

1-30. La loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles a repris dans les grandes lignes, mais avec d'importantes clarifications, le règlement grand-ducal du 17 février 1971 tel que modifié.

Les aspects de cette législation qui concernent les domaines du dépôt et celui du gage ont été traités sous les chapitres y afférents⁷⁹.

Le régime continue à s'appliquer de la manière la plus générale aux valeurs mobilières (« titres et autres instruments financiers au sens le plus large »), qu'il s'agisse de titres de sociétés, actions et obligations, ou d'autres titres, qu'ils soient au porteur ou nominatifs, matérialisés ou dématérialisés, et que ces titres soient luxembourgeois ou étrangers.

C'est un aspect caractéristique, et inchangé, du régime luxembourgeois qui se justifie par le caractère international de la place et qui explique aussi pourquoi ces dispositions n'ont pas été insérées dans la loi sur les sociétés commerciales ni même suivies d'une quelconque modification de celle-ci⁸⁰.

⁷⁹ *Supra*, nos 3 et s. et 17 et s.

⁸⁰ Contrairement à la Belgique, où les dispositions qui existent depuis l'arrêté royal n° 62 du 10 novembre 1967 destiné à favoriser la circulation des valeurs mobilières ont été suivies par la loi du 7 avril 1995 modifiant les lois sur les sociétés commerciales (voir le commentaire VAN DER HAEGEN dans *Rev. prat. soc.*, 1996, p. 5), le législateur luxembourgeois a considéré que la régle-

Le critère de l'application du régime de circulation est la fongibilité. La fongibilité est volontaire, contrairement au système français de la dématérialisation obligatoire, et suppose en principe la déclaration de fongibilité, visée à l'article 1^{er}. La loi édicte cependant une présomption de fongibilité en disant que « sont réputés fongibles les titres et autres instruments financiers reçus en dépôt ou tenus en compte auprès d'un dépositaire sans indication de numéros ou d'autres éléments d'identification individuels ». L'absence d'éléments d'identification individuels matériels vaut donc, en l'absence d'une déclaration expresse, présomption de fongibilité.

TROISIÈME PARTIE

Les développements du droit financier public

1-31. L'« Historique » du Livre jubilaire s'arrêtait à la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, qui venait de voir le jour. Dix ans plus tard, le secteur financier reste régi par une loi du 5 avril 1993, mais modifiée et complétée à de multiples reprises, en dernier lieu par la loi du 2 août 2003.

TITRE 1

L'accès aux activités professionnelles du secteur financier et leur surveillance

1-32. Dans ce domaine, on a vu arriver de nouveaux types d'établissements de crédit et de professionnels du secteur financier. Jusqu'à très récemment, le cercle des professionnels soumis à la réglementation quant à l'accès à la profession restait plus large que le cercle de ceux soumis à la surveillance. Cette différence a disparu par l'effet de la loi du 2 août 2003

mentation de la circulation des valeurs mobilières se superposait, quant aux actions et obligations de sociétés luxembourgeoises, au régime de celles-ci sous le droit des sociétés, et devait donc se concilier avec lui.

Aussi le législateur luxembourgeois n'a-t-il pas créé, comme l'a fait le législateur belge, une nouvelle catégorie de titres de sociétés fongibles.

Le législateur luxembourgeois suivait en cela le système français dans lequel la dématérialisation, par ailleurs rendue obligatoire, s'est réalisée sans création d'une nouvelle espèce de titres, à tel point qu'il a pu être dit que « l'inscription en compte, loin de supprimer les différences entre les titres au porteur et les titres nominatifs, fait de ces deux catégories la *summa divisio* du droit des valeurs mobilières » (GUYON, « Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières », *Rev. soc.*, 1984, p. 452).

portant notamment modification de la loi relative au secteur financier. L'exposé des motifs du projet de cette loi⁸¹, tout comme le rapport de la commission des Finances et du Budget⁸², déclarait que cette loi a comme premier objectif d'assurer que le secteur financier, dans son intégralité, soit soumis à la surveillance prudentielle de la Commission.

CHAPITRE 1

Les établissements de crédit

SECTION 1

Les banques d'émission de lettres de gage

1-33. La section 3 du chapitre 1 de la loi relative au secteur financier, qui concerne l'agrément des banques ou établissements de crédit de droit luxembourgeois, définit et régleme les « banques d'émission de lettres de gage », catégorie introduite par la loi du 21 novembre 1997.

La réglementation de ces banques, selon la formule employée par la Chambre de commerce dans son avis⁸³, est en rupture par rapport à l'actuel système de banque universelle pratiqué au Grand-Duché. La banque d'émission de lettres de gage obéit à un principe de spécialité, et ce à un double titre: les banques classiques luxembourgeoises n'ont pas le droit d'émettre des lettres de gage⁸⁴, alors que les banques d'émission de lettres de gage n'ont pas le droit de pratiquer le commerce bancaire traditionnel, si ce n'est à titre accessoire et dans des limites bien définies⁸⁵.

Ces banques sont soumises à des règles particulières quant au plafond des lettres de gage en circulation par rapport aux fonds propres⁸⁶, et quant aux valeurs de couverture⁸⁷. Elles doivent faire appel à un « réviseur spécial » et sont soumises à une « surveillance spéciale » par la Commission.

Le privilège des porteurs de lettres de gage prévu par l'article 12-8 de la loi sur les valeurs de couverture inscrites au registre des gages, prime tous autres droits, privilèges et « priorités », y compris ceux du Trésor et le législateur est allé jusqu'à instituer un régime spécial de liquidation collective faisant de la Commission de surveillance du secteur financier le gestionnaire pour l'ensemble constitué par les lettres de gage et leur couverture⁸⁸.

⁸¹ *Doc. parl.* 5085, p. 1.

⁸² *Doc. parl.* 5085³, p. 1.

⁸³ *Doc. parl.* 4090.

⁸⁴ Article 12-4 de la loi.

⁸⁵ Article 12-2 de la loi.

⁸⁶ Article 12-3 de la loi.

⁸⁷ Article 12-4 de la loi.

⁸⁸ Article 12-8 (5) de la loi.

Suivant l'exposé des motifs, l'introduction de ce type de banques devait servir un double objectif. D'une part, il s'agissait d'ouvrir un nouveau créneau en suivant l'exemple des banques de ce type en Allemagne et en Suisse. D'autre part, on visait à faire émettre par ces établissements de crédit spécialisés luxembourgeois des titres susceptibles de tomber sous l'article 42, paragraphe (3), de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif⁸⁹.

Cette référence à la législation concernant les organismes de placement collectif est intéressante puisque la section (3) de la loi relative au secteur financier, dans ses articles 12-1 à 12-9, nonobstant une réglementation très détaillée des émetteurs de lettres de gage et de la couverture de celles-ci, et dont le caractère spécial est rappelé à plusieurs reprises, ne dit rien des lettres de gage elles-mêmes, sauf qu'elles sont⁹⁰ « des titres de créance garantis par les créances résultant des prêts garantis accordés par les banques en question ». Il s'agit donc, dans la terminologie des directives et de la législation sur les OPCVM, de valeurs mobilières au sens de cette législation. Il faut en déduire qu'elles tombent également, lorsqu'elles répondent aux critères de fongibilité, sous la législation sur la circulation des valeurs mobilières et sous les dispositions de la législation sur le gage des valeurs mobilières.

CHAPITRE 2

Les établissements hybrides

SECTION 1

Les « établissements financiers »

1-34. Cette catégorie, qui était prévue à l'article 34 de la loi du 5 avril 1993 repris sans changement de fond par l'article 31 de cette loi depuis la loi du 12 mars 1998, reste un peu difficile à cerner. On ne trouve, sur le plan interne, aucune référence à l'existence, au domaine d'activité, aux exigences d'agrément ou à la surveillance de ces établissements.

Lorsque cette catégorie fut introduite par la loi relative au secteur financier, l'IML, sur l'interrogation de la Chambre de commerce, répondait que cette définition « vise uniquement le cas, fréquent dans certains États membres, où un établissement de crédit proprement dit entend exercer certaines activités (énumérées sur une liste annexée à la directive et au projet de loi) par des filiales spécialisées qu'il détient à 90 % au moins ».

⁸⁹ Cette disposition étend la limite d'investissement de 10 % des actifs à 25 % pour « certaines obligations lorsqu'elles sont émises par un établissement de crédit ayant son siège social dans un État membre de l'Union européenne et soumis, en vertu d'une loi, à un contrôle public particulier visant à protéger les détenteurs de ces obligations », disposition reprise par l'article 43, (4) de la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif.

⁹⁰ Article 12-1 (1) d) de la loi.

L'article 31 de la loi se réfère donc aux établissements financiers d'un autre État membre de la CE, pour dire que, lorsqu'ils remplissent les conditions qui y sont prévues, ils sont admis au libre établissement et à la libre prestation de services au même titre que les établissements de crédit et entreprises d'investissement d'origine communautaire. L'article 31 (2) impose comme condition que leurs activités soient effectivement exercées sur le territoire de l'État membre d'origine.

Comme corollaire, l'article 33 traite du libre établissement de succursales et de la prestation de services par un établissement financier de droit luxembourgeois répondant à la définition et aux conditions de l'article 31. Là encore, il doit donc s'agir de la filiale d'un établissement de crédit luxembourgeois qui exerce au Luxembourg les activités qu'il entend exercer dans un autre État membre.

Il en résultait, par exemple, qu'un établissement financier, filiale d'un établissement de crédit luxembourgeois, qui exerçait au Luxembourg une activité telle que le prêt à la consommation ou le crédit-bail, bénéficiait du passeport européen bien que l'établissement en tant que tel ne fût pas agréé par la Commission, mais eût simplement obtenu une autorisation d'établissement. C'était cependant la Commission qui devait accomplir les devoirs de transmission d'informations à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil.

Cette situation a changé par l'effet de la loi du 2 août 2003 par laquelle la Commission est devenue compétente pour émettre, également sur le plan national, l'agrément pour ces types d'activités dans la mesure où elles sont exercées par des professionnels du secteur financier⁹¹.

SECTION 2

Les établissements de monnaie électronique

1-35. La loi du 14 mai 2002 a fait entrer les établissements de monnaie électronique dans une section 4 comprenant les nouveaux articles 12-10 à 12-15 du chapitre I de la loi relative au secteur financier. Il s'agit de la transposition dans la loi relative au secteur financier notamment de la directive 2000/46 CE concernant l'accès à l'activité des établissements de monnaie électronique et son exercice ainsi que la surveillance prudentielle de ces établissements

Bien qu'aussi rangés dans les établissements de crédit, mais seulement dans les « limites prévues à la présente loi », ces établissements ne peuvent recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables au sens de l'article 2 (3) de la loi sur le secteur financier. Autrement dit, puisque le propre des établissements de crédit est de recevoir des « dépôts ou d'autres fonds remboursables du public », il s'agit d'établissements de crédit qui n'en sont pas vraiment, mais qui sont assimilés aux établissements de crédit dans la mesure prévue par la loi, et ce notamment quant à l'agrément, avec toutefois des dispositions propres, en particulier quant aux assises financières et aux placements autorisés.

⁹¹ *Infra*, n^{os} 46 et 47.

CHAPITRE 3

Les autres professionnels du secteur financier

1-36. Depuis la loi du 21 septembre 1990, dont les dispositions générales furent reprises par la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, les « autres professionnels du secteur financier » comprenaient, d'une part, « certaines catégories de PSF » qui étaient à ce titre soumis à la fois à l'agrément et à la surveillance de la Commission et, d'autre part, ceux exerçant des activités non nommément désignées, mais relevant cependant du secteur financier et à ce titre soumis à l'agrément mais non à la surveillance. Ce secteur avait été défini, dans le commentaire gouvernemental de l'article 47 du projet de loi n° 3344 devenu la loi du 21 septembre 1990, comme le « secteur traitant des affaires d'argent ».

La loi du 2 août 2003 a supprimé la distinction entre professionnels soumis à la surveillance et ceux qui ne le sont pas.

Dans la loi originale du 5 avril 1993, les catégories de PSF nommément désignées comprenaient les conseillers en opérations financières, les courtiers et commissionnaires, les gérants de fortune, les professionnels intervenant pour leur propre compte, les distributeurs de parts d'OPC, les dépositaires professionnels de titres ou d'autres instruments financiers, les preneurs fermes et les teneurs de marchés, les personnes effectuant des opérations de change-espèces et celles opérant le recouvrement de créances.

La loi du 12 mars 1998 est venue diviser les professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit en deux catégories, la première comprenant les entreprises d'investissement, la deuxième tous les autres professionnels et comprenant, là encore, des « catégories » nommément désignées, et les autres « autres ».

La loi du 2 août 2003 a introduit, sous une troisième sous-section du chapitre 2 de la loi, une catégorie supplémentaire, celle des PSF exerçant une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier, en y incluant certains PSF déjà connus comme les domiciliataires et surtout des types nouveaux de PSF.

SECTION 1

Les entreprises d'investissement

1-37. Les entreprises d'investissement sont, selon l'article 13, alinéa (1), de la loi relative au secteur financier ainsi modifiée, celles dont l'activité consiste à fournir à des tiers un service d'investissement, ce service étant défini par rapport à l'annexe II de la loi : la section A de l'annexe énumère les services tandis que la section B énumère les instruments sur lesquels doivent porter ces services pour que l'activité soit qualifiée de service d'investissement.

L'alinéa 2 de l'article 13 introduit une série d'exceptions dont celle, reprise de l'article 2, paragraphe 2. b) de la Directive 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, selon laquelle ne constituent pas des entreprises d'investissement celles qui fournissent un service d'investissement exclusivement à leur entreprise mère, à leurs filiales ou à une autre filiale de leur société mère.

La division des PSF fait que sont rangés dans les entreprises d'investissement, parmi les catégories de PSF déjà nommément désignées par la loi du 5 avril 1993, les commissionnaires, les gérants de fortune, les professionnels intervenant pour leur propre compte, les distributeurs de parts d'OPC et les preneurs fermes. Mais cette énumération n'est pas exhaustive. La notion d'entreprise d'investissement étant définie par la référence à des services portant sur des instruments, les entreprises d'investissement pourraient comprendre des professionnels autres que les catégories expressément désignées.

La détermination du cercle des entreprises d'investissement était, jusqu'à la modification par la loi du 2 août 2003, essentielle pour la délimitation de la surveillance prudentielle. En effet, aux termes de l'article 42 de la loi, toutes les entreprises d'investissement sont soumises à cette surveillance, alors que, pour les autres professionnels du secteur financier, seules les professions désignées aux articles 25 à 28-2 de la loi y étaient soumises.

1-38. La question s'est posée de savoir si des agents de transfert d'OPC, lorsqu'ils sont en contact direct avec les actionnaires ou porteurs de parts de ces OPC ou avec les professionnels intervenant dans le placement de ces OPC, rentrent dans le cadre des entreprises d'investissement puisque, au regard de l'annexe II, section A, ils reçoivent et transmettent, pour le compte d'investisseurs, des ordres portant sur des instruments visés à la section B, en l'occurrence les parts d'un organisme de placement collectif. L'affirmative a été admise par la Commission à la suite de demandes qui lui ont été soumises dans ce sens.

La question était devenue plus théorique, sur le point particulier des agents de transfert d'OPC, par une interprétation extensive de l'activité du commissionnaire qui, selon l'article 24, A (1), de la loi, consiste précisément dans la réception et la transmission, pour le compte d'investisseurs, d'ordres portant sur les instruments de la section B et dans l'exécution de ces ordres pour le compte de tiers. Les agents de transfert, en remplissant les conditions pour l'agrément en tant que commissionnaire, pouvaient donc se placer sous la surveillance de la Commission et bénéficier du passeport européen.

La définition, telle qu'elle figure à l'article 91 du Code de commerce⁹², du commissionnaire comme étant celui qui agit en son propre nom, mais pour le

⁹² Les articles 91 à 94 du Code de commerce y ont été réintroduits par l'article IV de la loi du 21 décembre 1994 modifiant certaines dispositions légales relatives au transfert de créances et au gage.

compte d'un commettant – ce qui le fait considérer comme un « mandataire occulte » – a été considérée comme étrangère à cette catégorie d'entreprises d'investissement⁹³, qui trouve, dans cette conception, sa définition particulière à l'article 24, A (1), de la loi relative au secteur financier.

Il existerait ainsi, indépendamment de la notion de droit commercial du commissionnaire agissant en son nom propre et bénéficiant notamment du privilège prévu par les articles 91 à 94 du Code de commerce, dont l'activité peut porter sur tous biens quelconques, tels que, par exemple, les marchandises et matières premières, une notion de droit administratif du commissionnaire tel que défini par l'article 24, A, de la loi sur le secteur financier, qui peut être un mandataire agissant au nom de son client, et qui traite les instruments financiers moyennant les services visés à l'annexe II de la loi relative au secteur financier. Cette dualité peut s'expliquer par l'origine différente des textes, la définition du commissionnaire par le renvoi à l'annexe II étant d'origine communautaire.

La clarification définitive est intervenue à cet égard, à tout le moins sur le plan du droit administratif, par la loi du 2 août 2003. Il en résulte, entre autres, l'introduction, dans le cadre de l'article 24 de la loi qui traite des entreprises d'investissement – et donc avec l'avantage du passeport européen –, d'une catégorie désignée, sous la lettre G de l'article 24, comme « les agents de transfert et de registre », qui sont « les professionnels dont l'activité consiste dans la réception et l'exécution d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments visés à la section B de l'annexe II ».

Ces dispositions s'appliqueront notamment aux agents de transfert d'OPC, mais également à des agents auxquels, d'ores et déjà, des sociétés à actionnariat nombreux ont recours pour la teneur de leur registre, surtout lorsqu'elles excluent les actions au porteur.

L'article 24, G, requiert, pour les agents de transfert et de registre un capital social d'une valeur de 1 500 000 euros au moins alors que, pour les commissionnaires, cette exigence ne porte que sur un capital de 620 000 euros.

On peut se demander si la dualité signalée ci-dessus pour le statut du commissionnaire a été admise par les auteurs du projet de loi 5085, devenu la loi du 2 août 2003, puisque le commentaire du paragraphe (6) du projet relève que « l'agent de transfert et de registre se distingue du commissaire en ce que ce dernier est un commissionnaire qui traite pour compte d'autrui, mais en son propre nom, alors que l'agent de transfert agit au nom de ses clients »⁹⁴.

Il semblerait plutôt que la distinction réside dans le fait que le commissionnaire au sens de l'article 24, A, agit – que ce soit en son nom propre ou non – « pour le compte d'investisseurs » et « exécute des ordres » « pour compte de tiers », alors que l'agent de transfert et de registre agit comme mandataire de la société

⁹³ L'agent de transfert n'est pas, en effet, « un mandataire occulte », puisqu'il se présente comme agissant pour la société ou l'organisme de placement collectif dont il tient le mandat.

⁹⁴ *Doc. parl.* 5085, p. 11.

dont les actions, obligations ou autres instruments sont à transférer, et notamment des organismes de placement collectif qui le chargent de cette mission.

1-39. La loi du 2 août 2003 fait également rentrer dans les entreprises d'investissement – là encore, donc, avec l'avantage du passeport européen – outre les agents de transfert et de registre traités ci-dessus, les dépositaires professionnels de titres nouvellement visés par l'article 24, F, jusque-là rangés par l'article 28 sous la sous-section 2 parmi les « certains PSF autres que les entreprises d'investissement ».

SECTION 2

Les professionnels du secteur financier autres que les entreprises d'investissement

I. Les anciens PSF autres que les entreprises d'investissement

1-40. Restent rangés dans cette catégorie, à la suite de l'entrée en vigueur de la loi du 2 août 2003, les conseillers en opérations financières, les courtiers et commissionnaires, les gérants de fortune, les professionnels intervenant pour leur propre compte, les distributeurs de parts d'OPC, les preneurs fermes et les teneurs de marchés, les personnes effectuant des opérations de change-espèces et celles opérant le recouvrement de créances.

II. Les opérateurs de systèmes de paiement ou de systèmes de règlement des opérations sur titres

1-41. Depuis la loi du 12 janvier 2001, la catégorie des PSF autres que les entreprises d'investissement s'est enrichie d'un nouveau type de professionnels : les « opérateurs de systèmes de paiement ou de systèmes de règlement des opérations sur titres ». La définition de la catégorie a été insérée à l'article 28-2 de la loi, devenu l'article 28-1 par l'effet de la loi du 2 août 2003, mais l'agrément de ces systèmes et les conditions de cet agrément sont définis par un chapitre 5 nouveau de la loi intitulé « L'agrément des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres » comprenant les articles 34-2 à 34-7 nouveaux.

Ces dispositions opèrent la transposition de la directive 98/26 CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

Nous avons déjà examiné⁹⁵ les dispositions de fond qui sont le résultat de la transposition de cette directive et qui ont été insérées à l'article 61-2 de la loi relative au secteur financier.

⁹⁵ *Supra*, n° 12.

1-42. Sur le plan du droit administratif, la directive s'était contentée d'exiger la mise en place d'une procédure destinée à « désigner » des accords comme « système » au sens de la directive, à « notifier » cette désignation à la Commission des Communautés européennes et à « s'assurer » du caractère adéquat des règles de fonctionnement du système.

C'est sans doute cet aspect communautaire qui explique l'emplacement des dispositions de caractère réglementaire dans la loi sur le secteur financier au chapitre 5 qui suit les chapitres 3 et 4 ayant trait au libre établissement et à la libre prestation de services sur le plan communautaire.

1-43. On constate qu'aux notions de « désignation » des accords comme « système », de « notification à la Commission » et des « assurances à obtenir » quant au caractère adéquat des règles, correspondent, dans le système luxembourgeois, une « procédure d'agrément » et la soumission à la « surveillance », le législateur ayant ainsi fait appel à des notions du droit administratif connues dans la législation relative au secteur financier depuis la loi du 23 avril 1981. D'autre part, en faisant de ces activités une « profession du secteur financier », le législateur suit la méthode qu'il avait, depuis peu, adoptée – il est vrai dans un domaine plus modeste – quant aux « domiciliataires de sociétés ».

La loi prévoit donc un double agrément: d'une part, celui de l'opérateur d'un système en tant que professionnel du secteur financier, conformément aux articles 14 et 28-2 de la loi, et, d'autre part, l'agrément du système selon les articles 34-3 à 34-7 de la même loi. Les deux agréments sont réservés au ministre ayant dans ses attributions la Commission⁹⁶ après instruction par la Commission⁹⁷ quant à l'agrément du professionnel, et selon l'article 34-5 concernant l'agrément du système, étant toutefois entendu que sur ce dernier agrément, l'avis de la Banque centrale du Luxembourg est demandé sur les aspects de risques systémiques.

1-44. L'article 28-2 dispose que ce paragraphe, qui détermine les conditions de l'agrément de l'opérateur d'un système, ne s'applique ni à la Banque centrale du Luxembourg ni à toute autre entité faisant partie du Système européen des banques centrales⁹⁸.

⁹⁶ Article 14 (1); le projet de loi avait par contre prévu que le système serait agréé par la Commission seule (article 34-4 (2) selon le texte du projet de loi, *Doc. parl.* 4611, p. 4).

⁹⁷ Article 15 (1).

⁹⁸ Le projet de loi n'avait pas prévu ces exceptions (*Doc. parl.* 4611, p. 2). La Banque centrale européenne (*Doc. parl.* 4611¹, p. 6) et la Banque centrale du Luxembourg (*Doc. parl.* 4611¹, p. 12), avaient, dans leurs avis, soulevé des objections au projet initial au regard de l'indépendance du Système européen des banques centrales et de la Banque centrale du Luxembourg.

La Banque centrale du Luxembourg avait, d'autre part, insisté sur le fait que la surveillance telle que définie par le Système européen des banques centrales, avait pour objectifs principaux tant la maintenance de la stabilité systémique que la promotion du bon fonctionnement des systèmes de

Cette disposition s'explique par le fait que la Banque centrale du Luxembourg intervient à plusieurs systèmes en tant que membre des groupements d'intérêt économique (GIE) – dont son prédécesseur l'Institut monétaire luxembourgeois était membre fondateur – qui sont les opérateurs des systèmes de règlement existants⁹⁹. La Banque centrale dispose, selon les statuts de ces GIE, de pouvoirs importants.

D'autre part, parmi les systèmes de règlement des opérations sur titres, figurent Cedel Bank, actuellement Clearstream Bank, et un système Luxclear dont Clearstream Bank est l'opérateur¹⁰⁰. La Société de la Bourse de Luxembourg constitue à son tour un système de règlement des opérations sur titres dont Clearstream Bank est l'opérateur.

La Banque centrale du Luxembourg s'était donc interrogée sur la nécessité de prévoir un système d'agrément et de surveillance à la fois pour les systèmes et pour leurs opérateurs en tant que professionnels du secteur financier, dès lors que l'ensemble de cette activité se trouvait déjà exercé en coopération avec la Banque centrale ou par des établissements de crédit agréés ou des établissements financiers tombant sous la surveillance consolidée de ces établissements de crédit, ou encore des entreprises concessionnées comme la Bourse de Luxembourg¹⁰¹.

1-45. La surveillance prudentielle des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres fait l'objet de l'article 47-1 de la loi, qui précise que cette surveillance est exercée par la Commission, sans préjudice des missions et des compétences conférées au Système européen de banque centrale par le traité instituant la Communauté européenne et par les statuts du Système européen de banque centrale et de la Banque centrale européenne ainsi que celles attribuées à la Banque centrale du Luxembourg.

Il est précisé que cette surveillance porte sur la stabilité opérationnelle et financière de chaque système ainsi que des participants au système et qu'elle a pour objectif la stabilité du système financier dans son ensemble.

paiement et que, enfin, la préservation du canal de transmission des opérations de politique monétaire. (*Doc. parl.* 4611¹, p. 15).

Aussi la Banque centrale avait-elle insisté sur la nécessité d'éviter une situation de conflit en permettant à l'une des deux autorités concernées d'intervenir dans le champ de compétence des autres, enfin sur la nécessité d'une distinction entre les missions de contrôle prudentiel, d'une part, et celles de surveillance des systèmes de paiement, d'autre part. (*Doc. parl.* 4611¹, p. 13).

⁹⁹ *Doc. parl.* 4611, exposé des motifs.

¹⁰⁰ *Doc. parl.* 4611, exposé des motifs.

¹⁰¹ *Doc. parl.* 4611¹, p. 14 à 16.

III. Les nouveaux professionnels du secteur financier autres que les entreprises d'investissement selon la loi du 2 août 2003

1-46. La loi du 2 août 2003 fait entrer dans cette catégorie, dans la sous-section 2 de la loi relative au secteur financier, à l'article 28-4 les « professionnels effectuant des opérations de prêt »¹⁰², à l'article 28-5 les « professionnels effectuant des prêts de titres », à l'article 28-6 les « professionnels effectuant des transports de fonds », à l'article 28-7 les « administrateurs de fonds communs d'épargne » et à l'article 28-8 les « gestionnaires d'OPC non coordonnés ».

1-47. Suite à l'introduction de la catégorie des « professionnels effectuant des opérations de prêt », sont à nouveau inclus, dans le giron des professionnels du secteur financier¹⁰³, les opérateurs de crédit-bail financier et d'affacturage. Tombe également sous la loi, tant quant à l'accès qu'à la surveillance, l'activité de prêt à la consommation lorsqu'elle est exercée de manière principale¹⁰⁴. Tant le texte du nouvel article 28-4 de la loi que le commentaire désignent des activités qui ne tombent pas sous cette nouvelle réglementation: le crédit à la consommation pratiqué de façon accessoire dans le cadre d'une activité visée par la loi du 28 décembre 1988 sur le droit d'établissement et l'activité consistant dans les opérations de titrisation pour lesquelles le commentaire¹⁰⁵ prévoit qu'elles « sont susceptibles de faire l'objet d'une réglementation spécifique »¹⁰⁶. Compte tenu de la généralité du terme « opérations de prêt », on pourrait s'interroger sur le traitement de l'activité d'émission de cartes de crédit. Par le passé, cette activité tombait en dehors de la loi relative au secteur financier et n'exigeait qu'une autorisation d'établissement. Il semble qu'il en restera de même dans la mesure où l'émission de la carte de crédit est un service pour lequel le crédit est assuré, non pas par l'opérateur de la carte, mais par la banque du titulaire de la carte de crédit.

1-48. En ce qui concerne la catégorie des gestionnaires d'OPC non coordonnés, le commentaire des articles précise¹⁰⁷ que constituent des OPC non coordonnés ceux qui ne sont pas soumis à la directive 85/611/CEE telle qu'elle vient d'être modifiée, et que le nouveau statut vise la gestion seulement de fonds non coordonnés étrangers, les sociétés de gestion de fonds non coordonnés luxem-

¹⁰² *Supra*, n° 6, note 17.

¹⁰³ Où ils avaient figuré sous le régime de la loi du 27 novembre 1984 relative à l'accès au secteur financier et à sa surveillance, mais dont ils avaient été exclus sous le régime de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier (« Historique », n° 41).

¹⁰⁴ Le commentaire des articles du projet de loi 5085 précise que l'activité de prêt à la consommation est à considérer comme étant exercée de manière principale lorsqu'elle représente plus de 50 % du chiffre d'affaires du professionnel en cause (*Doc. parl.* 5085., sous paragraphe (8), p. 13).

¹⁰⁵ *Doc. parl.* 5085, sous paragraphe 8, p. 12.

¹⁰⁶ Et pour lesquelles il existe un projet de loi (*infra*, n° 83).

¹⁰⁷ *Doc. parl.* 5085, p. 12.

bourgeois « partie II » relevant de la surveillance sous la loi du 20 décembre 2002.

La notion de gestionnaire correspond à celle du *investment manager*, et se distingue de l'activité d'administrateur, qu'elle ne peut inclure qu'à titre accessoire. Le commentaire ajoute¹⁰⁸ que ces gestionnaires ne peuvent effectuer des services d'administration centrale que pour le compte des OPC pour lesquels ils assument la gestion proprement dite.

L'agrément pour cette catégorie ne peut être accordé qu'à des personnes morales et requiert la justification d'un capital social d'une valeur de 1 500 000 euros au moins.

1-49. Quant aux administrateurs de fonds communs d'épargne, il sera traité de cette notion nouvelle sous le chapitre des organismes d'investissement collectif¹⁰⁹. Il suffit de noter ici que ces administrateurs peuvent être soit des personnes morales, soit des personnes physiques, et qu'il leur suffit d'assises financières d'une valeur de 125 000 euros au moins.

IV. Les PSF exerçant, selon la loi du 2 août 2003, une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier

1-50. Il s'agit d'abord des domiciliataires, activité réglementée depuis la loi du 31 mai 1999 dont le contenu a été examiné sous le chapitre « La domiciliation des sociétés » ci-dessus¹¹⁰. Cette catégorie a été déclassée sans autre changement, de la sous-section 2 vers l'article 29 de la sous-section 3. La loi fixe comme condition pour cette profession du secteur financier un minimum d'assises financières de 15 millions de francs, mais exige en outre, ce qui est unique parmi les conditions régissant toutes les autres professions, la justification, pour les dirigeants de ces sociétés, d'une formation universitaire accomplie en droit, en économie ou en gestion d'entreprises.

Il faut rappeler que l'exercice de cette activité est permise de plein droit aux établissements de crédit, à tous autres professionnels du secteur financier et du secteur des assurances, ainsi qu'aux avocats, réviseurs d'entreprises et experts-comptables¹¹¹.

Il est renvoyé aux développements consacrés, sous le chapitre consacré à la domiciliation des sociétés, qui se posent lorsque la domiciliation intervient au sein d'un groupe de sociétés¹¹².

¹⁰⁸ *Doc. parl.* 5085, p. 15 sous paragraphe (12).

¹⁰⁹ *Infra*, n° 84.

¹¹⁰ *Supra*, n°s 26 et s.

¹¹¹ Article 1^{er} (1) de la loi du 31 mai 1999.

¹¹² *Supra*, n° 28.

1-51. Sont venus se joindre à cette catégorie les « agents de communication à la clientèle », les « opérateurs de systèmes informatiques et de réseaux de communication du secteur financier », et les « professionnels effectuant des services de constitution et de gestion de sociétés ».

Cette dernière catégorie, visée par le nouvel article 29-4, paraît étroitement liée à l'activité de domiciliataire et l'agrément en cette qualité vaut pour l'activité de constitution et de gestion de sociétés, mais non vice-versa, l'exigence de capital étant la même.

On peut ne pas être convaincu de la nécessité de la création ou de la reconnaissance de cette nouvelle profession du secteur financier. Dans la mesure où la constitution de sociétés relève du domaine juridique, on peut voir dans la reconnaissance de tels professionnels une entorse au monopole des professions réglementées du domaine juridique. Il est vrai que, dans la mesure où il existe en fait des officines qui s'adonnent à cette activité en dehors de toute réglementation, il était préférable de les placer sous surveillance. Mais comme cette activité peut de plein droit être exercée par les domiciliataires, on risque de voir peu de demandes d'agrément dans cette catégorie.

1-52. Cette rubrique comprend également les « agents administratifs du secteur financier ». Le texte¹¹³ précise que l'activité visée par cette rubrique est effectuée « dans le cadre d'un contrat de sous-traitance » et le commentaire des articles¹¹⁴ note que, dans le domaine des fonds d'investissement, ce statut permet d'assumer la fonction de calcul de la valeur nette d'inventaire, mais non celle d'« agent de transfert et de registre » qui relève du statut d'une entreprise d'investissement selon le nouvel article 24, G, proposé et qui, lui, permet d'accomplir « l'intégralité des tâches que la notion d'administration centrale implique ».

CHAPITRE 4

La garantie des dépôts et d'indemnisation des investissements

1-53. La loi du 11 juin 1997, en transposition de la directive 94/19/CE et, à la suite de la directive 97/9/CE, la loi du 27 juillet 2000, ont donné à la participation à un système de garantie et dépôt le caractère d'une condition d'accès inscrite pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement aux articles 10-1 et 24-1 respectivement de la loi sur le secteur financier. L'ensemble des dispositions sur les systèmes de garantie des dépôts auprès des établissements de crédit et entreprises d'investissement, tant de droit luxembourgeois que des succursales luxembourgeoises d'établissements de crédit non commu-

¹¹³ Paragraphe 15, nouvel article 29-2.

¹¹⁴ *Doc. parl.* 5085, p. 17.

nautaires, se trouve inclus comme partie *IVbis* aux articles 62-11 à 62-20 de la loi sur le secteur financier¹¹⁵.

Sont exclus de la couverture, notamment, les dépôts des établissements de crédit et peuvent être exclus ou garantis plus faiblement, comme ne nécessitant pas la protection ou seulement une protection moindre, les dépôts d'autres professionnels ou de proches de ces professionnels ainsi que, entre autres, les dépôts des entreprises d'assurances, des États, des administrations publiques et collectivités publiques, ceux des organismes de placement collectif et des fonds de pension.

1-54. Toujours sous l'impulsion communautaire, en transposition de la directive 97/9/CE, l'accès à l'activité d'établissement de crédit, mais aussi à celui d'entreprise d'investissement a été soumis à la condition de la participation à un système d'indemnisation des investisseurs reconnu par la Commission¹¹⁶ et les conditions de cette reconnaissance sont définies par un ensemble de dispositions nouvelles. Par opposition à la garantie des dépôts, ces systèmes ont pour objet la garantie des engagements résultant pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement des opérations d'investissement. Les opérations d'investissement sont définies par rapport aux annexes de la loi relative au secteur financier¹¹⁷. La couverture des risques d'investissement peut être exclue ou limitée pour l'ensemble des professionnels des établissements de crédit et des professionnels du secteur financier et de certains investisseurs censés être avertis et proches du marché.

CHAPITRE 5

La surveillance dans le secteur financier

1-55. La loi du 12 mars 1998 avait étendu la surveillance de la Commission, au-delà des établissements de crédit et de certaines activités d'anciens et de nouveaux professionnels du secteur financier, à l'ensemble des entreprises d'investissement, et ce par modification des articles 42 et 45 à 47 de la loi relative au secteur financier. La loi du 12 janvier 2001, par l'article 47-1 de cette loi, avait inclus sous cette surveillance les opérateurs de systèmes de paiement et ces systèmes.

¹¹⁵ Avant l'avènement de cette réglementation, et à la suite de la recommandation de la Commission CE du 22 décembre 1986, il avait été procédé à la constitution de l'AGDL, association pour la garantie des dépôts, association sans but lucratif, le 25 septembre 1989 (« Historique », n° 167).

¹¹⁶ Articles 10-2 et 24-1 de la loi relative au secteur financier.

¹¹⁷ Ce sont les activités énumérées à l'annexe II, section A, et n° 1 de la section C, s'agissant donc des opérations sur valeurs mobilières, parts d'organismes de placement collectif et instruments du marché monétaire.

La loi du 2 août 2003 modifie l'article 42 de la loi sur le secteur financier de telle manière que la surveillance par la Commission s'étend dorénavant à tous les professionnels du secteur financier, qu'ils fassent ou non l'objet, dans la loi, d'une réglementation spécifique¹¹⁸.

1-56. Sur un plan général, la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier, pour en déterminer les compétences, énumère à son article 2 les activités du secteur financier qui font l'objet de la surveillance prudentielle par la Commission en ajoutant aux activités qui étaient déjà soumises à cette surveillance depuis la loi du 12 mars 1998, l'« activité de bourse » et en disposant plus généralement, à l'alinéa (2) de l'article 2, que la Commission est l'autorité compétente pour la surveillance des marchés d'actifs financiers.

1-57. La loi du 29 avril 1999 portant transposition de la directive 95/26/CE sur le renforcement de la surveillance prudentielle, a remplacé, pour le compléter, l'article 44 de la loi sur le secteur financier, en y ajoutant des dispositions très détaillées concernant les conditions d'échange d'informations de la Commission avec les États membres de la Communauté européenne.

La loi du 1^{er} août 2001 portant transposition de certaines directives, notamment en ce qui concerne l'échange d'information avec les pays tiers, a encore inséré dans l'article 44 de la loi des dispositions de nature à faciliter les échanges d'informations indispensables avec les autorités des pays tiers investies de la mission publique de surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

CHAPITRE 6

La surveillance consolidée

1-58. Dans notre « Historique », paru en 1994 mais écrit en 1993, nous avons signalé¹¹⁹ certains éléments constituant le début d'une surveillance consolidée par la faculté réservée à l'autorité de surveillance d'exiger d'une banque qui détient des participations qu'elle organise la structure et les modalités de détention de ses participations d'une façon à ne pas créer un quelconque obstacle à l'exercice de la surveillance prudentielle. Nous annonçons cependant l'avènement de la surveillance consolidée des établissements de crédit, sur la base de la directive 92/30 du 6 avril 1992 dont la transposition était prévue alors par le projet de loi n° 3766.

¹¹⁸ *Doc. parl.* 5085, p. 19 sous paragraphe 19.

¹¹⁹ N° 131.

Cette transposition a été faite, quant aux établissements de crédit, par la loi du 3 mai 1994.

Quant aux entreprises d'investissement, leur surveillance sur une base consolidée n'a été introduite que par la loi du 29 avril 1999 qui venait insérer dans la loi relative au secteur financier les articles 51-2 à 51-8.

Ces dispositions enrichissent le vocabulaire juridique financier de certaines catégories supplémentaires, telles que celle de la « compagnie financière », les « compagnies mixtes » et les « entreprises mères », s'agissant de notions qui permettent, à travers les méandres des participations, d'englober dans la surveillance sur une base consolidée des entreprises filiales qui sont des établissements de crédit ou encore des établissements dont au moins une des filiales est un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement.

TITRE 2

Les obligations professionnelles, les règles prudentielles et les règles de conduite dans le secteur financier

1-59. Alors que la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier ne connaissait encore que « les obligations professionnelles » dans le secteur financier, la loi du 12 mars 1998, qui avait pour objectif principal la transposition de la directive 93/22/CEE « Services d'investissement »¹²⁰ est venue y ajouter, aux articles 36 et 36*bis*, les règles prudentielles du secteur financier et celles spécifiques à certains PSF, tandis que l'article 37 est venu ajouter « les règles de conduite du secteur financier », le tout repris en transposition de la directive « services d'investissement ».

CHAPITRE 1

Les règles prudentielles

1-60. Selon l'article 35-1 de la loi ainsi modifiée, ces règles prudentielles s'appliquent non seulement aux entreprises d'investissement, mais également aux établissements de crédit, et encore aux PSF qui ne constituent pas des entreprises d'investissement.

En ce qui concerne les établissements de crédit, l'article 2, alinéa 1, de la directive prévoyait que l'article 10, qui contenait les règles prudentielles applicables aux entreprises d'investissement, était également applicable aux établissements de crédit dont l'agrément couvre un ou plusieurs services d'investissement.

¹²⁰ *Doc. parl.* 4066 ¹, p. 1 et p. 4.

Les règles prudentielles auraient cependant comporté au moins une disposition manifestement inadaptée pour les établissements de crédit, à savoir celle concernant l'obligation de prendre les dispositions adéquates pour que les fonds appartenant aux investisseurs soient protégés, notamment par l'empêchement d'utiliser ces fonds pour compte propre. On retrouve donc à cet égard une exclusion quant à l'application de cette disposition aux établissements de crédit tant à l'article 10, troisième tiret, de la directive, qu'à l'article 36, troisième tiret, de la loi.

Le commentaire des articles¹²¹ justifie la non-application de cette disposition aux avoirs liquides confiés par les investisseurs aux banques en disant que « c'est le métier des banques de travailler avec les fonds qui leur sont confiés ». Le commentaire ajoute, quant à la protection des « valeurs appartenant aux investisseurs », règle qui, à l'article 10 de la directive et à l'article 36 de la loi, vise aussi les établissements de crédit, que cette disposition « n'a pas d'incidence sur le régime de la fongibilité des titres tel qu'organisé par le règlement grand-ducal modifié du 17 février 1971 concernant la circulation des valeurs mobilières ». Reste cependant, également pour les établissements de crédit, l'interdiction qui figure à ce deuxième tiret, d'utiliser « les valeurs des investisseurs pour [leur] propre compte si ce n'est avec le consentement explicite des investisseurs ».

1-61. La loi du 12 mars 1998 introduisait une disposition, reprise de l'article 12 de la directive, obligeant l'entreprise à indiquer aux investisseurs, avant d'entrer en relation d'affaires avec eux, quel fonds d'indemnisation ou quelle protection équivalente sera d'application pour leur indemnisation. L'exposé des motifs notait à cet égard qu'il n'existait alors aucun système officiel d'indemnisation au Luxembourg, la transposition de la directive n'ayant pas encore été adaptée. Cet article 38 fut supprimé lors de l'introduction dans la loi relative au secteur financier des articles 10-2 et 24-1 par la loi du 7 juillet 2000 subordonnant l'agrément de l'établissement de crédit ou des entreprises d'investissement à un système d'indemnisation des investisseurs.

1-62. Quant aux PSF qui ne sont pas des entreprises d'investissement, ces dispositions ne s'appliquent évidemment que dans la mesure où ils sont concernés, en particulier en ce qui concerne la protection des valeurs et fonds appartenant aux investisseurs.

Par contre, l'article 36*bis*, également introduit par la loi du 12 mars 1998, regroupe sous les « règles prudentielles spécifiques » à certains PSF, des dispositions qui figuraient antérieurement aux articles 24 et suivants de la loi relative au secteur financier, dispositions qui se trouvent donc élaguées de ces obliga-

¹²¹ *Doc. parl.* 4066¹, p. 5.

tions. Ainsi, on retrouve à l'article 36*bis* les dispositions antérieurement contenues à l'article 26 de la loi relative au secteur financier concernant les gérants de fortune et leur imposant des règles de séparation du patrimoine.

1-63. On trouve des dispositions prudentielles similaires dans la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des valeurs mobilières et autres instruments fongibles, qui impose, à différents niveaux, l'obligation de comptabilisation séparée des titres reçus en dépôt par rapport aux titres faisant partie du patrimoine du dépositaire. La règle générale est énoncée à l'article 4 de la loi, qui impose au dépositaire de « comptabiliser les titres et autres instruments financiers fongibles reçus en dépôt ou tenus en compte séparément de son patrimoine et hors bilan ». En ce qui concerne les opérateurs de systèmes de règlement de titres, l'article 14 de la loi dispose que ces dépositaires doivent maintenir les titres et autres instruments financiers tenus par eux en rapport avec le système qu'ils opèrent séparés des autres titres et instruments financiers reçus en dépôt par eux¹²².

Bien que la loi ne le prévoit pas expressément, il semble que le corollaire de ces dispositions soit que les dépositaires qui, à quelque niveau que ce soit, et même lorsqu'il s'agit d'opérateurs de systèmes, sont titulaires d'une inscription d'actions ou d'obligations à un registre d'actionnaires ou d'obligataires, doivent préciser dans ces inscriptions leur qualité de dépositaire pour démarquer les actions ou obligations détenues en cette qualité par rapport aux actions ou obligations que ces dépositaires peuvent détenir pour compte propre.

CHAPITRE 2

Les règles de conduite

1-64. L'article 37 nouveau de la loi relative au secteur financier introduit pour la première fois dans le droit bancaire et financier luxembourgeois des règles de déontologie¹²³. Ces règles sont reprises entièrement et textuellement de l'article 11 de la directive services d'investissement. Là encore, la directive ne prévoyait la transposition obligatoire des règles de conduite pour les établisse-

¹²² Ces dispositions rappellent l'article 36*bis* de la loi relative au secteur financier qui, parmi les règles prudentielles applicables aux professionnels du secteur financier ayant la gestion de fonds de tiers, exige que les avoirs des tiers soient déposés auprès d'un dépositaire autorisé et soumis à une surveillance officielle et que le professionnel comptabilise ses avoirs séparément de son propre patrimoine, et dispose que les avoirs en question ne font pas partie de la masse du professionnel en cas de liquidation collective.

¹²³ Sur la nature des règles de déontologie, voy. J. LOESCH, « Aspects de déontologie bancaire », *Bull. Droit et banque*, n° 20, p. 5 ; M. ELVINGER, « Libres propos sur l'utilité d'un code de conduite international bancaire », *Droit bancaire et financier au Grand-Duché de Luxembourg*, Larcier, 1994, p. 589.

ments de crédit que pour ceux dont l'agrément couvre un ou plusieurs services d'investissement, mais, dès lors que, dans le système luxembourgeois, les établissements de crédit sont de plein droit autorisés à exercer toutes les activités des professionnels du secteur financier¹²⁴, les dispositions de l'article 11 de la directive devaient leur être appliquées.

Par contre, la loi relative au secteur financier va au-delà des exigences de la directive en ce qu'elle soumet aux règles déontologiques de l'article 37 tous les professionnels du secteur financier, même ceux qui ne sont pas des entreprises d'investissement.

1-65. Le commentaire des articles¹²⁵ rappelle qu'il s'agit d'« une réglementation spécifique nouvelle au Luxembourg ».

La Chambre de commerce, dans son avis¹²⁶, s'était prononcée contre l'insertion de ces dispositions dans le chapitre des obligations professionnelles et proposait de les faire tenir dans un texte à part « en leur conférant ouvertement le caractère qu'elles méritent : règles de protection de l'investisseur ».

À la base du raisonnement de la Chambre de commerce se trouvait l'opinion que :

« Les règles de conduite ou règles de déontologie proviennent d'une profession, de sa pratique et de ses usances [...]. Par définition, elles ne sont pas imposées par l'autorité publique, mais elles s'imposent d'elles-mêmes à tout professionnel qui exerce son métier de bonne foi. Au lieu de se servir de la contrainte, la déontologie doit chercher l'adhésion de ceux à qui elle s'adresse. L'inclusion dans une directive puis dans une loi des règles de conduite inverse l'ordre des choses et crée une malheureuse confusion dans la hiérarchie des textes et dans l'emploi de la terminologie. »

Le rapport de la commission des Finances et du Budget¹²⁷ estimait par contre que :

« Les nouvelles dispositions ne devraient pas poser de problèmes à la communauté financière luxembourgeoise qui se caractérise par son sérieux et son professionnalisme et qui, de propre initiative, a inscrit bon nombre des nouvelles règles professionnelles et de conduite dans le code de déontologie de l'Association des banques et banquiers luxembourgeois. »

Il estimait également que :

« Pour des raisons d'ordre public, une matière aussi essentielle et sensible requiert toutefois l'intervention du législateur, des règles de nature déontologique reposant uniquement sur l'adhésion librement consentie de ceux à qui elles s'adressent, ne sauraient en toutes circonstances y suppléer. »

¹²⁴ Par la dispense d'agrément figurant à l'article 13 (2) de la loi, et sous réserve des banques émettrices de lettres de gage.

¹²⁵ *Doc. parl.* 4066¹.

¹²⁶ *Doc. parl.* 4066².

¹²⁷ *Doc. parl.* 4066⁵, p. 8.

CHAPITRE 3

Les autres obligations professionnelles

SECTION 1

Les obligations concernant le blanchiment

1-66. Quant aux obligations professionnelles concernant le blanchiment qui figuraient déjà aux articles 39 et 40 de la loi du 5 avril 1993, elles ont connu une adaptation, mais sans changement de ces obligations proprement dites, par la loi du 11 août 1998 portant introduction de l'incrimination des organisations criminelles et de l'infraction de blanchiment au Code pénal.

Le projet de loi n° 5165 déposé le 12 juin 2003 a pour objet la transposition de la directive 2001/97/CE du 4 décembre 2001 modifiant la directive 91/308/CEE relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins de blanchiment de capitaux. Le projet ayant été publié au moment où l'auteur des présentes mettait la dernière main à sa contribution, il ne lui a pas été possible de commenter ce nouveau texte, sauf à constater que, comme c'est souvent la cas à l'heure actuelle, le législateur entend aller sur plusieurs points au-delà des exigences de la directive modifiée.

SECTION 2

Le secret bancaire

1-67. Quant à l'obligation au secret professionnel, restée pour le surplus inchangée, l'obligation à ce secret a été étendue aux organes et opérateurs intervenant dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres par la loi du 12 janvier 2001.

1-68. On ne peut pas ne pas signaler, dans le contexte du secret professionnel, une procédure qui s'est déroulée devant la Cour de justice des Communautés européennes à la suite du renvoi sur question préjudicielle d'une juridiction d'instruction belge, écartée par la Cour¹²⁸ comme non recevable, mais qui a donné lieu à une interprétation de l'article 458 du Code pénal et de l'article 41 (1) de la loi relative au secteur financier, sur une prise de position du gouvernement interprétant l'article 458 du Code pénal en ce sens que « la notion d'autorité judiciaire figurant à l'article 458 du Code pénal luxembourgeois ne considèrerait pas uniquement les autorités judiciaires des autres États membres », de sorte que l'inculpé aurait « toujours la possibilité de révéler des informations couvertes par le secret bancaire si une telle révélation avait lieu lors d'une audition en justice »¹²⁹.

¹²⁸ Arrêt du 10 décembre 2002, *der Weduwe*.

¹²⁹ Considérant 30.

D'autre part, la Cour d'appel, par deux arrêts du 2 avril 2003¹³⁰, vient de confirmer non seulement que le secret bancaire est d'ordre public, mais encore qu'il constitue un droit du client dont la lésion crée un intérêt légitime à agir en réparation, et enfin que l'obligation du banquier à préserver le secret est une obligation de résultat. Les mêmes arrêts ont cependant jugé que le paiement d'impôts et d'amendes qui peut être une conséquence de l'infraction au secret ne constitue pas un dommage matériel sujet à réparation, mais que des poursuites ou redressements fiscaux qui s'ensuivent peuvent par contre donner lieu à dommage moral¹³¹.

SECTION 3

Les obligations en matière de virements transfrontaliers

1-69. La loi du 29 avril 1999 portant transposition de la directive 97/5/CE précise, dans le détail exigé par la directive, les obligations notamment de transparence des conditions et de délai, en matière de virements transfrontaliers.

TITRE 3

La législation boursière

1-70. Il a déjà été rappelé¹³² que, depuis la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une Commission de surveillance du secteur financier, la Commission, selon l'article 26 de cette loi, a repris et exerce toutes les compétences attribuées jusque-là au Commissariat aux bourses dont elle prenait ainsi la succession juridique.

La loi de même date relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers introduisait, en son chapitre I, des dispositions particulières concernant la surveillance des bourses et, en son chapitre II, des dispositions particulières concernant la surveillance des marchés d'actifs financiers, tandis que le chapitre III de cette loi définissait les pouvoirs de la Commission. Sous le chapitre I, l'article 1^{er} confirme la législation antérieure quant aux modalités d'établissement d'une bourse, subordonnant un tel établissement à une concession accordée par règlement grand-ducal. Le statut de la Société de la Bourse de Luxembourg comme bourse bénéficiant de cette concession jusqu'au 21 mars 2027 a été confirmé. L'article 2 de cette loi accorde aux entreprises d'investissement de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen le *passport européen* pour devenir membres d'une bourse établie à Luxembourg.

¹³⁰ Nos 26050 et 26256 de rôle.

¹³¹ Le délai pour se pourvoir en cassation contre ces arrêts n'est pas expiré.

¹³² *Supra*, n° 2.

Parmi les pouvoirs de la Commission définis au chapitre III de la loi, l'article 8 (2) donne à la Commission, entre autres, celui d'enjoindre aux bourses, à leurs membres ainsi qu'aux professionnels du secteur financier qui traitent en actifs financiers qui ne respectent pas les lois, règlements d'exécution et mesures prévues en vertu de ces dispositions légales et réglementaires, de remédier à leur situation constatée dans le délai qu'elle fixe.

Le chapitre V de la loi contient les sanctions, qui peuvent consister en amendes d'ordre décidées par le ministre sur l'initiative de la Commission ainsi que des sanctions pénales contre ceux procédant à des activités boursières sans y être autorisés.

1-71. L'article 3 porte sur le visa des prospectus et introduit une division de compétence en ce sens que ce sont les bourses elles-mêmes qui visent les prospectus à publier pour l'offre publique de valeurs mobilières qui font l'objet d'une cotation en bourse et pour l'admission de valeurs mobilières à leur cote officielle, tandis que les prospectus relatifs à des offres publiques qui ne font pas l'objet d'une cotation en bourse sont visés par la Commission qui pourra cependant confier l'instruction de ces dossiers à la bourse.

1-72. Parmi les dispositions du chapitre II concernant la surveillance des marchés d'actifs financiers, l'article 5 introduit, par transposition de la directive investissement 93/22/CEE, l'obligation pour les entreprises d'investissement de déclarer à la Commission toutes les transactions effectuées sur des actifs financiers négociés sur la bourse et de conserver les données relatives à ces transactions pendant cinq ans au moins.

1-73. La réglementation des offres publiques continue à être régie par le règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 relatif aux conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique ou d'admission à la cote officielle de valeurs mobilières, qui n'a été modifié que pour refléter les changements de compétence administrative intervenus entre-temps.

Cette réglementation ne porte toujours que sur l'offre publique de valeurs mobilières par émission ou vente et continue à ne pas réglementer l'offre publique d'achat de valeurs mobilières.

1-74. On peut regretter, selon le camp dans lequel on se trouve, l'absence persistante d'une réglementation et de procédures à suivre en cas de changement de contrôle d'une société cotée en bourse¹³³. Ces matières font actuellement

¹³³ D. SPIELMANN, « Les minorités en droit des affaires », Rapport général à l'Association Henri Capitant, Journées 2002 (en voie de publication), p. 14 et notes 85 à 88; M. ELVINGER, « Les minoritaires en droit des affaires », Rapport luxembourgeois à l'Association Henri Capitant, journées 2002 (en voie de publication), n^{os} 14 et s.

l'objet d'une proposition de loi déposée par M. le député Ben Fayot le 19 août 2002, suivie d'une prise de position du gouvernement du 30 décembre 2002, et d'un litige tranché en première instance par un jugement du tribunal d'arrondissement de Luxembourg rendu le 8 juillet 2003¹³⁴. Ce jugement a cru devoir constater, malgré la prise de position de la Commission¹³⁵, et nonobstant le code de conduite européen, le défaut d'une norme juridique sanctionnant l'égalité de traitement, et l'absence d'un principe général du droit en ce sens, invoquant certaines déclarations gouvernementales selon lesquelles l'inaction législative aurait été intentionnelle.

TITRE 4

Le domaine des organismes d'investissement collectif

CHAPITRE 1

Les organismes de placement collectif

1-75. Le domaine des organismes de placement collectif (OPC) a été caractérisé, sous la loi du 30 mars 1988 et jusqu'à celle du 20 décembre 2002, par une grande stabilité, ce qui n'a pas empêché ce secteur de prendre sur le plan économique un essor spectaculaire¹³⁶.

Sur le plan de la surveillance des OPC, on peut signaler l'article II de la loi du 29 avril 1999 portant, entre autres, transposition de la directive 95/26CE sur le renforcement de la surveillance prudentielle, qui a remplacé l'article 76 de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif par un chapitre très détaillé concernant surtout l'échange d'informations entre la Commission et les autorités de surveillance des autres États membres de la Communauté.

Sur le plan juridique, l'article 111 (2) de la loi du 30 mars 1988, qui concerne les organismes de placement collectif à compartiments multiples, est venu apporter un renforcement de la sécurité juridique en disposant que, par dérogation à l'article 2093 du Code civil, les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations qui concernent ce compartiment, sauf stipulation contraire des documents constitutifs des organismes de placement collectif, alors qu'antérieurement les actifs de tous les comparti-

¹³⁴ Nos 70846 et 79679 du rôle; les délais d'appel ne sont pas expirés.

¹³⁵ Rapport annuel 2001, chapitre 3.3.2, p. 130.

¹³⁶ Au 31 décembre 2002, le patrimoine global net des organismes de placement collectif de droit luxembourgeois s'élevait à EUR 844,508 milliards, représenté par 1 941 OPC. Plus de 1 000 OPC ont adopté une structure à compartiments multiples, ce qui représente plus de 7 000 compartiments. Source: *Newsletter de la CSSF*, édition du mois de mars 2003.

ments répondaient, sauf stipulation contraire, des dettes, engagements et obligations de l'OPC. La loi a ainsi renversé la règle et son exception.

La même loi a renforcé les dispositions concernant la fonction du réviseur d'entreprises en prévoyant que l'attestation de celui-ci et, le cas échéant, ses réserves sont reproduites intégralement dans chaque rapport annuel et que le réviseur d'entreprises d'un OPC doit justifier d'une expérience professionnelle adéquate.

Par son article III, cette loi, en complétant l'article 89 de la loi relative aux organismes de placement collectif, simplifie les procédures de liquidation des OPC. Elle supprime l'exigence d'une double assemblée générale après celle décidant de la dissolution, en permettant que le rapport des liquidateurs et celui du réviseur d'entreprises sur la liquidation soient présentés à la même assemblée qui se prononce sur l'acceptation des comptes de liquidation, sur la décharge et sur la clôture de la liquidation.

La loi permet également, dans le cadre de la liquidation d'un fonds commun de placement, que le rachat des parts reste possible après la survenance du fait entraînant l'état de liquidation, ceci par modification de l'article 21 (3) de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif.

Sur le plan fiscal, la loi du 24 décembre 1995 a réduit la taxe d'abonnement à un centime par cent francs, ce tant pour les organismes dont l'objet exclusif est le placement en instruments du marché monétaire et en dépôts auprès d'établissements de crédit que pour les organismes régis par la loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public. L'article IV de la loi du 17 juillet 2000 précise que ce taux réduit s'applique également à des compartiments individuels d'OPC à compartiments multiples ainsi qu'à des classes individuelles de titres créées à l'intérieur d'un OPC ou à l'intérieur d'un compartiment d'un OPC à compartiments multiples, si les titres de ces compartiments ou classes sont réservés à un ou plusieurs investisseurs institutionnels.

La loi du 24 décembre 1995 avait déjà exonéré de la taxe d'abonnement les avoirs représentés par des parts détenues dans d'autres OPC.

Enfin, la loi de réforme fiscale du 21 décembre 2001 a ramené le taux général de la taxe d'abonnement de 0,06 % à 0,05 %.

Sur le plan administratif, il y a lieu de signaler la circulaire 2000/8 concernant la protection des investisseurs en cas d'erreur dans le calcul de la VNI et de réparation des conséquences de l'inobservation des règles de placement qui sont applicables aux organismes de placement collectif. Cette circulaire a été modifiée sur un point par la circulaire CSSF 02/77, qui introduit une procédure de *reporting* simplifiée pour les erreurs de calcul de VNI et l'inobservation des règles de placement impliquant un montant d'indemnisation inférieur à 25 000 euros.

Au cours du mois de décembre 2002, la Commission a publié deux autres circulaires, la circulaire CSSF 02/80 du 5 décembre 2002 concernant les règles

spécifiques applicables aux OPC adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives et la circulaire CSSF 02/81 du 6 décembre 2002 concernant les règles pratiques concernant la mission des réviseurs d'entreprises d'organismes de placement collectif.

1-76. La loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif apporte une véritable réforme de fond tant quant aux OPC eux-mêmes que quant à leurs sociétés de gestion.

Ce texte est le produit ultrarapide d'une évolution européenne ultralente, puisque, pour l'essentiel, elle transpose les directives 2001/107 et 2001/108 du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 publiées au *Journal officiel* L 41 du 13 février 2002.

L'une de ces directives visait directement les fonds d'investissement et établissait surtout leurs nouvelles règles d'investissement. Pour l'essentiel, elle étendait le champ d'application de la réglementation communautaire, par rapport à la directive 85/611 CEE du 20 décembre 1985, aux OPCVM investissant en dépôts bancaires, en instruments du marché financier et en parts d'autres fonds d'investissement. Elle apportait des règles de répartition des risques mieux adaptées pour les fonds indexés et élargissait les instruments financiers dérivés éligibles. La directive introduisait également des règles plus sophistiquées sur le plan de la gestion et de la répartition des risques.

Quant à la deuxième directive, elle s'adresse aux sociétés de gestion. D'une part, elle en élargit le domaine en permettant aux sociétés de gestion des activités dépassant l'administration et la gestion des OPCVM tout en instituant, d'autre part, un prospectus simplifié utilisable sur une base harmonisée.

1-77. Ces deux directives ont été transposées par la loi du 20 décembre 2002, qui remplace donc et abroge la loi du 30 mars 1988. Cette abrogation ne prend cependant son plein effet qu'au 13 février 2007. En effet, pour les OPCVM tombant sous la directive, l'entrée en vigueur de la loi n'a pu précéder le 13 février 2004 et le délai d'adaptation pour les fonds existants n'expire que le 13 février 2007. Par contre, les OPC non régis par la directive qui ne sont soumis obligatoirement, eux aussi, à la nouvelle loi qu'à dater du 13 février 2004, ont l'option de se soumettre à la nouvelle loi dès son entrée en vigueur initiale le 1^{er} janvier 2003. Des dispositions transitoires similaires sont prévues pour les sociétés de gestion.

La loi reprend bien évidemment l'ensemble des dispositions de la directive en utilisant les options offertes par celles-ci. Il en résultera le passeport européen pour les OPCVM luxembourgeois dans le champ d'application plus étendu de la directive et en particulier pour les fonds monétaires, ceux investissant en instruments du marché financier et les fonds de fonds.

Quant aux sociétés de gestion, elles sont désormais soumises à de nouvelles conditions de substance et de fonctionnement, mais voient en contrepartie élargir leur rayon d'activité.

La Commission a d'ores et déjà publié deux circulaires CSSF 03/87 et CSSF 03/88 des 21 et 22 janvier 2003, la première concernant l'entrée en vigueur de la loi du 20 décembre 2002, l'autre concernant la classification des organismes de placement collectif soumis aux dispositions de la loi.

CHAPITRE 2

Les fonds de pension

1-78. Par opposition aux fonds d'investissement, où les faits ont toujours été en avance sur le droit, le législateur intervenant *a posteriori* dans un contexte économique existant pour mettre à disposition un encadrement réglementaire qu'exige la sécurité juridique ou pour prévenir des abus et, depuis 1985, pour transposer un ordre communautaire, la législation sur les fonds de pension présente un aspect créatif, voire d'avant-garde^{137 138}.

Ce n'est pas pour autant que le législateur luxembourgeois serait intervenu dans un vide. Au contraire, comme le souligne l'exposé des motifs¹³⁹, le contexte sociopolitique montre, devant l'essoufflement des pensions de retraite légales constituant le « premier pilier » et, au-delà des différents systèmes de régimes de pension complémentaire, formant le « deuxième pilier »¹⁴⁰, un secteur immense des fonds de pension aux États-Unis et même en Europe¹⁴¹.

L'exposé des motifs distingue deux types « extrêmes » de fonds de pension, qui ne s'excluent pas mutuellement, d'une part « le fonds qui accumule les cotisations, qui les fait fructifier et les redistribue au moment de la retraite » (*defined contributions*), d'autre part, « le fonds qui fonctionne en prestations définies et qui promet le paiement d'une rente viagère » (*defined benefits*).

Le premier type est proche d'un fonds d'investissement, sauf qu'il ne s'ouvre, pour la distribution, qu'à la retraite, alors que le deuxième s'apparente davantage à une assurance mutuelle.

1-79. Pour faire face à ces deux besoins, le projet de loi envisageait, et la loi l'a suivi, deux « véhicules » différents, pour le premier une société d'un type nouveau, la société d'épargne pension à capital variable (sepcav) prenant la

¹³⁷ Avis du Conseil d'État, *Doc. parl.* 4463 ³ sous « Considérations générales ».

¹³⁸ En face de près de 2 000 OPC, il n'existe, au 28 février 2003 que 8 fonds de pension (*Newsletter de la CSSF*, édition du mois de mars 2003).

¹³⁹ *Doc. parl.* 4463, p. 2.

¹⁴⁰ Qui fait l'objet de la loi du 8 juin 1999 relative aux régimes complémentaires de pension.

¹⁴¹ Les chiffres de l'exposé des motifs datent de 1998 et ne prévoyaient pas la crise actuelle des fonds de pension privés qui, tout en assurant des *defined benefits*, sont investis en actions.

forme d'une société coopérative organisée comme les sociétés anonymes, pour le deuxième l'association d'épargne pension (assep) proche de l'association sans but lucratif.

Le projet de loi 4463 s'était donné le double objet de la création des fonds de pension sous la forme de sepcav et d'assep et d'introduire dans la loi sur les sociétés commerciales les sociétés coopératives organisées comme des sociétés anonymes. Le Conseil d'État¹⁴² proposait par contre de diviser le projet en deux textes séparés, dès lors que le type de la société coopérative organisée comme une société anonyme pouvait être utilisé également à d'autres fins que la mise sur pied d'un fonds de pension. Ce furent donc deux lois séparés qui virent le jour : la loi sur les fonds de pension, datée du 8 juin 1999 et précédant, curieusement, celle du 10 juin 1999 modifiant la loi sur les sociétés commerciales.

1-80. Sur le plan du droit administratif, ces organismes suivent le régime d'agrément et de surveillance par la Commission de surveillance du secteur financier.

Il faut signaler toutefois que les fonds de pension du deuxième pilier, régis par la loi du 8 juin 1999 relative aux régimes complémentaires de pension et définis par l'article 2, *f*, de celle-ci, autres que les sepcav et les assep, sont soumis au contrôle prudentiel du Commissariat aux assurances.

1-81. Sur le plan fiscal, les auteurs du projet constataient que les fonds de pension mis en place à l'étranger sont le plus souvent, en fait, exonérés d'impôt¹⁴³. Néanmoins, il a paru opportun, pour les sepcav, de ménager l'applicabilité des conventions contre la double imposition en les soumettant, contrairement aux OPC, au droit fiscal commun, tout en sortant de la base d'imposition¹⁴⁴ les revenus de capitaux et les plus-values et moins-values sur valeurs mobilières. Les auteurs du projet rappelaient que les associations sans but lucratif sont en principe, elles aussi, soumises au droit commun fiscal, sauf si elles poursuivent des buts désintéressés déterminés par loi, et, de plus, dans la mesure où, à côté de leur objet principal non lucratif, elles poursuivent des activités à but de lucre. Il suffisait, dès lors, d'en rester au traitement fiscal des associations sans but lucratif comme le sont les associations d'assurance mutuelle.

Par déviation toutefois du régime fiscal du droit commun, les dispositions fiscales de la loi exonèrent la sepcav de l'impôt sur la fortune¹⁴⁵, alors que l'assep, de par son caractère d'association, échappe de plein droit à l'impôt sur la for-

¹⁴² *Doc. parl.* 4463³.

¹⁴³ Exposé des motifs, *Doc. parl.* 4463, p. 10.

¹⁴⁴ Article 82 (2) de la loi.

¹⁴⁵ Article 82 (1).

tune sans qu'il eût été nécessaire de prévoir à cet effet une disposition d'exonération.

CHAPITRE 3

Les nouveaux véhicules d'investissement collectif

1-82. On peut signaler certaines formes nouvelles de véhicules d'investissement actuellement en chantier au titre de projets de loi. Le premier¹⁴⁶ est relatif aux sociétés d'investissement en capital à risque (« SICAR ») – *venture capital* et *private equity* –, qui pourraient prendre la forme d'une société de personnes, à savoir une société en commandite simple, ou bien celle d'une société de capitaux, à savoir une société anonyme, une société en commandite par actions, une société à responsabilité limitée ou une société coopérative organisée comme une société anonyme.

1-83. Un autre projet est celui relatif à la titrisation. Ce projet¹⁴⁷ prévoit la création de véhicules dénommés « organismes de titrisation » qui pourraient consister soit en une société de titrisation, sous les différentes formes des sociétés de capitaux, soit en un fonds de titrisation qui prendrait une forme spécialement prévue par le projet de loi pour constituer une masse de patrimoine indivise semblable à un fonds commun de placement.

CHAPITRE 4

Les fonds communs d'épargne selon la loi du 2 août 2003

1-84. La loi du 2 août 2003 crée, comme on l'a vu plus haut¹⁴⁸, une catégorie nouvelle de professionnels du secteur financier devant figurer à la sous-section 2 consacrée aux professionnels autres que les entreprises d'investissement : les « administrateurs de fonds communs d'épargne ». Cette loi crée-t-elle pour autant, sous la dénomination de « fonds commun d'épargne » un nouveau type d'organisme d'investissement ?

Elle en fournit en tout cas, au nouvel article 28-7 de la loi relative au secteur financier¹⁴⁹, une définition : « Toute masse indivise de dépôts espèces administrée pour le compte d'épargnants indivis dont le nombre est au moins égal à 20 personnes, dans le but d'obtenir des conditions financières plus avantageuses. »

¹⁴⁶ Projet de loi n° 5201 adopté par le conseil de gouvernement le 18 juillet 2003.

¹⁴⁷ Projet de loi n° 5199 adopté par le conseil de gouvernement le 18 juillet 2003.

¹⁴⁸ *Supra*, n° 49.

¹⁴⁹ *Doc. parl.* 5085.

La loi impose aux administrateurs de ces fonds une responsabilité et des obligations analogues à celles des sociétés de gestion des fonds communs de placement, notamment l'obligation d'agir dans l'intérêt exclusif des épargnants.

1-85. Quant au fonds lui-même, l'article 28-7 (3) définit, en en fixant les limites, la politique d'investissement : les actifs du fonds commun d'épargne ne peuvent être placés qu'en dépôts à terme ou à vue.

Le nouveau texte¹⁵⁰ met le fonds à l'abri, suivant la même formule que celle régissant les fonds communs de placement, de l'article 815 du Code civil, en excluant que les épargnants puissent exiger le partage ou la dissolution du fonds commun d'épargne en dehors des cas de liquidation prévus par la convention d'administration.

La loi prévoit la liquidation du fonds commun d'épargne, mais seulement à l'expiration du délai fixé par la convention et dans les autres cas prévus par celle-ci, ainsi qu'au cas de cessation des fonctions de l'administrateur. C'est donc par le retrait de l'agrément que l'autorité de surveillance pourrait déclencher la mise en liquidation.

Mais le nouveau texte ne règle pas les modalités de la liquidation, contrairement à ce que fait la loi pour les organismes de placement collectif. Faut-il admettre que les dispositions des articles 60 et suivants de la loi relative au secteur financier concernant l'assainissement et la liquidation d'établissements du secteur financier sont applicables à tout le moins à l'administrateur dès lors qu'il « a la gestion de fonds de tiers », à moins que l'on veuille estimer, avec le commentaire des articles¹⁵¹, que ses tâches ne sont que « de nature administrative », par opposition aux « décisions de gestion qui impliquent une transformation des avoirs du fonds », sans doute pour la raison que les fonds ne peuvent être placés qu'en dépôts à terme ou à vue ? Mais ne s'agit-il pas là des avoirs qui se prêtent le plus facilement au détournement ?

On doit aussi se demander comment, à défaut d'application des articles 60 et suivants ou des dispositions analogues à celles concernant les fonds communs de placement, fonctionnera la liquidation. La procédure civile est écartée pour le déclenchement du partage, mais il faut admettre qu'elle s'appliquera en cas de mise en liquidation du fonds. Une telle procédure, laissée à l'initiative des épargnants, est-elle réalisable, dès lors que le fonds commun, n'ayant pas la personnalité juridique, ne peut être assigné et que les épargnants groupés dans le fonds commun peuvent être très nombreux, et permet-elle les mesures urgentes requises ?

¹⁵⁰ Article 28-7 (6).

¹⁵¹ *Doc. parl.* 5085, p. 15.

QUATRIÈME PARTIE

L'environnement fiscal du secteur financier

1-86. L'évènement majeur de la décennie sur le plan fiscal est constitué par la loi du 21 décembre 2001 portant réforme de certaines dispositions en matière des impôts directs ou indirects. Encore que cette loi n'ait pas apporté de changement visant spécifiquement l'imposition des activités bancaires et financières et des entreprises du secteur financier – autres que ceux visés sous les chapitres spécifiques ci-dessus¹⁵² –, elle a cependant un impact majeur sur ce secteur en raison de l'allègement général de la charge fiscale. En outre, certaines modifications apportées par la loi-réforme touchent indirectement à ces entreprises et à leurs activités :

TITRE 1

L'allègement de la charge fiscale globale

1-87. Par modification de l'article 174 LIR, le taux de l'impôt sur le revenu des collectivités à partir du revenu imposable de 15 000 euros a été réduit à 22 % majoré de 4 % pour le fonds pour l'emploi. En même temps, l'impôt commercial communal a été rendu non déductible par modification de l'article 46 LIR, mais son taux de base a été réduit de 4 % à 3 % par modification du paragraphe 11 de la loi concernant l'impôt commercial communal, aboutissant dans l'ensemble, selon l'incidence de l'impôt commercial communal, à un taux légèrement supérieur à 30 %.

Dès lors que le secteur financier est devenu de très loin le plus grand employeur avec 27 699 personnes employées dans les établissements surveillés par la CSSF au 31 décembre 2002¹⁵³, le secteur bénéficie indirectement aussi d'un allègement supplémentaire du taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques avec un taux marginal fixé, par modification de l'article 118 LIR, à 38 % majoré de 2,5 % pour le fonds pour l'emploi, avec, il est vrai, une contribution dépendance de 1 % des revenus professionnels et des revenus du patrimoine par application de l'article 376 du Code des assurances sociales.

¹⁵² *Supra*, n° 75.

¹⁵³ *Newsletter CSSF*, édition du mois de mars 2003.

TITRE 2

L'imposition des revenus de capitaux mobiliers

1-88. Par modification de l'article 148, alinéa 1^{er}, LIR le taux de la retenue d'impôt sur les dividendes a été réduit de 25 % à 20 % et, quant au taux prévu pour le cas où le débiteur des revenus prend à sa charge l'impôt à retenir, de 33,1/3 % à 25 %.

La retenue n'est pas libératoire et est imputée sur l'impôt dû. Cependant depuis la loi du 22 décembre 1993 modifiant l'article 115, n° 15, a, LIR, ces revenus sont exempts à 50 %, de sorte que, dans beaucoup de cas, la retenue à la source sera en fait libératoire, voire sujette à restitution partielle. L'exemption de 50 % a été étendue par la loi-réforme du 21 décembre 2001 aux dividendes distribués par les sociétés établies dans les États membres de l'Union européenne ou dans un pays auquel le Luxembourg est lié par une convention tendant à éviter les doubles impositions.

1-89. En revanche, la loi-réforme du 21 décembre 2001, par son article 1^{er}, n° 30, procède, par modification de l'article 129, c, à ce qu'on a appelé le démantèlement de la loi Rau, réduisant progressivement le taux d'investissement minimum en valeurs luxembourgeoises ainsi que le plafond de l'abattement prévu par cette disposition.

1-90. À l'heure actuelle, le Luxembourg ne connaît toujours pas de retenue d'impôt sur les intérêts. Cette situation changera à partir du 1^{er} janvier 2005 par l'effet de la directive 2003/48/CE du Conseil du 3 juin 2003 en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts.

TITRE 3

Le régime des tantièmes

1-91. L'imposition de la rémunération des administrateurs de sociétés avait été régulièrement critiquée comme constituant une véritable pénalisation des rémunérations dans l'administration des entreprises. Aussi la loi-réforme du 21 décembre 2001 a-t-elle supprimé le régime actuel de l'impôt spécial sur les tantièmes dans son ensemble.

Sous le nouveau régime, les tantièmes sont soumis, suivant le nouvel article 152 LIR, titre 2, à une retenue de 20 % portée à 25 % lorsque le débiteur des revenus prend à sa charge l'impôt à retenir. Selon l'alinéa (18) de l'article 152 LIR, titre 2, la retenue d'impôt est imputée sur l'impôt sur le revenu payable par le bénéficiaire.

L'ancien régime de l'impôt spécial sur les tantièmes avait paru particulièrement choquant pour les non-résidents, administrateurs notamment d'OPC, pour lesquels l'imposition ultérieure à l'assiette et l'obligation de déclaration constituaient des formalités souvent sans rapport avec l'importance des revenus en question.

Il est heureusement porté remède à cette situation par la loi-réforme. Selon l'alinéa 19 de l'article 152 LIR, titre 2, la retenue d'impôt vaut désormais imposition définitive pour les contribuables non résidents, à condition que le revenu indigène de ces contribuables se compose exclusivement de tantièmes et que le montant brut des tantièmes perçus par année ne dépasse pas 34 500 euros.

Ce qui n'est pas changé par rapport au régime antérieur, c'est la non-déductibilité des tantièmes dans le chef de la société qui les paie, l'alinéa 3 de l'article 168 LIR restant en vigueur sur ce point. L'exposé des motifs, *sub* 3-2, justifie ce maintien en vigueur par « la fonction et l'affectation attribuées aux tantièmes dans la vie sociale d'une entreprise ».

TITRE 4

Le régime des échanges d'actions

1-92. La loi-réforme complète également la transposition – tardive quant aux échanges d'actions – de la directive 90/434/CEE du 23 juillet 1990.

L'article 22 (5) nouveau LIR commence par énoncer le principe que l'échange de biens est à considérer comme cession à titre onéreux du bien donné en échange, ce qui soumet la plus-value, en principe, à l'imposition. L'article 22*bis* nouveau déroge à ce principe en exonérant les plus-values, tout d'abord dans certains cas où l'on peut considérer que l'exonération s'imposait déjà en vertu des principes généraux, tels que l'attribution de titres nouveaux en cas de transformation d'une société de capitaux en une autre société de capitaux, ensuite, l'attribution d'actions en cas de conversion d'un emprunt convertible, enfin en cas de fusion, dispositions qui étaient déjà prévues par l'ancien article 22 (5) LIR.

Surtout, la loi-réforme énonce – ce qu'on devait aussi admettre déjà, il est vrai, soit sur la base des principes généraux existants, soit par l'effet contraignant de la directive – l'exonération de la plus-value résultant de l'échange lorsqu'il intervient, selon les termes de l'article 22*bis*, alinéa 4, lors de l'acquisition d'une participation dans le capital social d'une autre société ayant pour effet soit de lui conférer, soit d'augmenter la majorité des droits de vote dans cette autre société. Dans ces conditions, l'attribution des titres émis en échange des titres détenus ne donne pas lieu à la plus-value. Il doit s'agir, dans le chef de la société acquéreuse et dans le chef de la société dans laquelle la participation est

acquise, d'une société luxembourgeoise, d'une société résidente d'un autre État membre de l'Union européenne ou d'une société de capital résidente d'un autre État, mais pleinement imposable à un impôt correspondant à l'impôt sur le revenu des collectivités.

Une disposition analogue a été insérée à l'article 102 en ce qui concerne les revenus des particuliers lorsque ceux-ci se voient attribuer les titres de la société acquéreuse lors d'un échange d'actions répondant aux conditions définies au nouvel article 22bis.

Ces nouvelles dispositions contribuent à assurer la sécurité juridique dans d'importantes restructurations qui pourraient également se produire dans les entreprises du secteur financier.

TITRE 5

L'aménagement du privilège des sociétés mères et filiales

1-93. L'exonération des plus-values dégagées par les réalisations de participations dans leurs filiales par les sociétés mères s'applique dorénavant à partir d'un taux de participation de 10 %, alors que, jusqu'à présent, un taux de 25 % était requis, cela par modification du règlement grand-ducal du 24 décembre 1990 pris en exécution de l'article 166 LIR.

Mais, en parallèle, l'article 100, alinéa 2, LIR opère la même réduction de taux à 10 % pour l'imposition de la réalisation de plus-values.

L'exposé des motifs¹⁵⁴ justifie cette dernière mesure par le fait que le régime actuel favoriserait l'investissement dans les grandes entreprises dans lesquelles on n'atteindrait que difficilement un taux de participation de 25 %, alors que ce taux serait plus facilement atteint, ce qui en soi est évident, dans des entreprises petites et moyennes. On peut être d'avis que c'est le résultat inverse qui se produit. On continuera à voir difficilement un particulier atteindre un taux même de 10 % dans une grande entreprise, alors qu'on verra une fréquence d'imposition plus grande précisément dans les petites et moyennes entreprises, telles qu'elles se présentent chez les autres professionnels du secteur financier, où il sera plus facile d'atteindre le taux de 10 %. Il faut reconnaître que, parallèlement, ces plus-values seront plus facilement exonérées dans le chef des sociétés mères répondant aux conditions de l'article 166 LIR.

¹⁵⁴ *Doc. parl.* 4855, sub 2.2.1.3.

TITRE 6

*L'avenir des sociétés de participations financières régies
par la loi du 31 juillet 1929 (« sociétés holding 1929 »)*

1-94. Sur la base du « Code de conduite dans le domaine de la fiscalité des entreprises »¹⁵⁵ le groupe de travail sur les « pratiques fiscales dommageables » a établi un rapport daté du 29 novembre 1999, publié le 29 février 2000, dit « rapport Primarolo ».

Ce rapport épingle les sociétés holding 1929 comme constituant une pratique fiscale dommageable et énonce le grief *sub* AO13) comme suit: « Exemption from most taxes, but no commercial activity »

Le grief est précisé dans le document *Roll-back and stand-still – Background paper on finance branches, holding companies and headquarter companies* établi par la présidence anglaise du groupe de travail. Le reproche fait au régime fiscal des sociétés holding 1929 est essentiellement fondé sur le fait que l'exemption d'impôt s'applique également à des dividendes non imposés dans le pays de la source ou imposés dans le pays de la source à un niveau sensiblement moins élevé que s'ils provenaient d'un État membre.

Ce grief ne pouvait s'appliquer aux sociétés de participations pleinement imposables et bénéficiant du privilège des sociétés mères et filiales, puisque, sous le régime de l'article 166 LIR, l'exemption ne s'applique que si la société distributrice des dividendes est pleinement imposable à un impôt correspondant à l'impôt luxembourgeois sur le revenu des collectivités. Aussi les « Soparfi » n'ont-elles pas été critiquées, contrairement d'ailleurs aux sociétés de participations néerlandaises pour lesquelles l'exemption n'est pas sujette à cette condition.

Un document ultérieur, intitulé *Progress report* du groupe de travail du 20 novembre 2000, et une note de la présidence du groupe de même date prévoyaient un calendrier selon lequel les entreprises ne peuvent « entrer dans des régimes dommageables que jusqu'au 31 décembre 2001 » et ne bénéficieraient du régime que jusqu'au 31 décembre 2002, mais que, pour les « entreprises qui bénéficient d'un régime dommageable le 31 décembre 2000 » le régime expirerait au plus tard le 31 décembre 2005 (*grandfathering clause*).

Ce calendrier a subi un retard, étant lié aux mesures communautaires en matière de fiscalité de l'épargne¹⁵⁶. Le délai dont l'expiration était prévue au 31 décembre 2005 expirerait maintenant le 31 décembre 2010. Aucune information n'est actuellement disponible sur le report des autres dates qui avaient été envisagées par le *Progress report*.

¹⁵⁵ J.O.C.E., 6 janvier 1998, C 2/3.

¹⁵⁶ Ecofin 5506/03, Presse 5, p. 6, *sub* 10.

La question se pose de savoir dans quelle mesure le régime des sociétés holding, resté inchangé depuis 1929, peut être aménagé pour échapper aux critiques dont il fait l'objet.

Une proposition de texte a d'ores et déjà été préparée par un groupe de travail institué par le Comité pour le développement de la place financière de Luxembourg (« Codeplafi ») et est actuellement à l'examen par le gouvernement.

Il apparaît que c'est sur la base de cette proposition que le gouvernement prépare actuellement un projet de loi qui pourrait entrer en vigueur très prochainement mais dont les dispositions ne seraient applicables aux sociétés holding qui existent à la date d'entrée en vigueur de la loi nouvelle qu'à partir de son entrée en vigueur.

Ces dispositions rendraient le régime holding incompatible avec la réception de dividendes de la part de sociétés non-résidentes qui ne sont pas soumises à une imposition comparable à l'impôt luxembourgeois sur le revenu des collectivités.

Conclusion

La décennie a été riche en développements.

Les changements profonds sur les plans constitutionnel et administratif ne peuvent être que bénéfiques pour l'infrastructure de la place financière.

La décennie a vu la séparation des compétences monétaires et des compétences de surveillance entre la Banque centrale et la Commission de surveillance du secteur financier, le secteur de l'assurance restant sous une autorité séparée, alors qu'un regroupement des compétences au sein de la Commission a fait entrer le domaine de la bourse dans la compétence de celle-ci.

Comme dans la décennie précédente, le développement du droit communautaire a été un véritable moteur de la législation nationale.

De grands progrès ont été faits pour assurer la sécurité juridique des transactions financières et la protection des utilisateurs du secteur financier par des règles spécifiques à ce secteur, désormais placé sous un régime de liquidation collective dont les modalités et les effets ne sont plus que très partiellement ceux de l'ancienne faillite.

Des progrès longtemps attendus ont été réalisés dans le domaine des sûretés, accompagnés par un régime de plus en plus élaboré de la circulation des valeurs mobilières.

En revanche, malgré des réformes ponctuelles, beaucoup reste à faire dans le domaine du droit des sociétés. En particulier, dans un contexte qui touche de près au secteur financier, la législation luxembourgeoise est de plus en plus isolée sur le plan européen par l'absence, sur le plan du droit positif, d'une réglementation spécifique protectrice des minoritaires, notamment à l'égard des

prises de contrôle de sociétés cotées en bourse, alors que le droit communautaire, qui s'était engagé dans cette direction dès les années soixante-dix, reste lui aussi en retard d'une directive.

Le secteur financier s'est complété par de nouvelles professions et sa surveillance est désormais généralisée.

La longue période de stabilité dans le domaine des organismes de placement collectif vient de se terminer, là encore sous l'impulsion communautaire, par une nouvelle législation qui entrera progressivement en vigueur au cours de la décennie à venir et dont on attend de nouveaux développements positifs.

Dans le domaine fiscal, d'importants efforts ont été faits durant la dernière partie de la décennie dans le sens d'un allègement de la charge fiscale, accompagné de changements qui, en grande partie, vont favoriser les opérations industrielles et financières.

La dernière partie de la décennie est marquée, en partie sous la pression internationale, par des démarches législatives destinées à préserver ou à accroître la réputation de la place financière. Si cet objectif est certes primordial, certaines de ces initiatives conduisent cependant à une réglementation de plus en plus touffue et exigeante. L'équilibre doit, et peut, être trouvé, dans le respect du principe de proportionnalité, entre le champ laissé à l'initiative et la simplicité des procédures, d'une part, et l'encadrement indispensable, d'autre part. Le législateur doit se soucier du coût que comportent, pour qu'elles soient réellement efficaces, certaines des mesures instituées ou envisagées, tant pour les entreprises que pour les autorités, et veiller à ne pas perdre de vue les besoins que créent ces mesures en ressources humaines et techniques, et la disponibilité de ces ressources. La compétitivité de la place financière est à ce prix. Rien ne permet mieux de garder cet équilibre que la coopération confiante, qui est de tradition sur la place, entre les autorités et les milieux professionnels dans la conception et l'élaboration de la réglementation.

Comme il y a dix ans, ce travail historique – qui s'est aussi voulu critique – peut servir de toile de fond à de nombreuses études intéressantes qui seront consacrées, dans ce deuxième livre jubilaire, au droit financier. Cette fois encore, l'afflux considérable des travaux démontre la dynamique de ce droit et son évolution constante, tout comme le dynamisme de ceux qui le pratiquent et le servent.