LE RÉGIME DES TITRES ET INSTRUMENTS FONGIBLES

Yves Prussen

Avocat à la Cour Elvinger, Hoss & Prussen

Introdu	action	1288
Section 1: Les principales notions		1288
Α.	La notion de titre à la lumière des travaux préparatoires	1288
В.	La notion de titre dans les discussion doctrinales	1290
C.	La solution de la pratique	1292
D.	L'instrument financier susceptible de circuler: un titre négociable	1293
Ε.	La pertinence de la forme	1294
F.	L'assimilation au titre d'une promesse de livraison	1296
G.	La réception en dépôt ou la tenue en compte	1297
Н.	La fongibilité	1300
I.	La notion de dépositaire	1301
J.	La technique de la dématérialisation	1302
Section 2: Nature et portée des droits des parties		1303
Α.	Le paradoxe du droit réel portant sur une chose incorporelle fongible	1303
В.	Les limites du droit réel	1306
C.	L'exercice des droits pendant la durée du contrat	1308
D.	Les obligations découlant du contrat de dépôt	1310
Ε.	Le droit de revendication	1311
F.	L'insaisissabilité des titres détenus par le dépositaire	1313
G.	Le problème de la localisation des titres	1314
Н.	Le nantissement des titres dématérialisés	1316
I.	Un cas particulier: la livraison différée	1317
Conclusion		

Introduction

- 38-1. La loi du 1^{er} août 2001 (« la loi de 2001 ») sur la circulation des titres et autres instruments financiers a été considérée comme un pas important vers la modernisation de la législation du secteur financier. La comparaison du nouveau texte par rapport au règlement grand-ducal du 17 février 1971 tel que réformé en 1994 (le « règlement ») laisse toutefois apparaître peu d'innovations. Conformément à la solution déjà retenue en 1971, elle permet de « dématérialiser » des titres par un dépôt auprès d'un dépositaire agréé avec instruction de les comptabiliser sur un compte qui est déclaré fongible.
- 38-2. L'interprétation du nouveau texte à la lumière des travaux préparatoires plus fouillés permet de confirmer des possibilités d'application larges qui existaient déjà sous l'empire de l'ancien texte dès la réforme de 1994, mais qui, faute d'avoir été discutées de façon approfondie, n'avaient pas été perçues dans leur intégralité. Certaines contradictions et des malentendus au sujet des concepts utilisés ont subsisté. Peut-être seront-ils éliminés lors de la prochaine réforme

SECTION 1

Les principales notions

A. La notion de titre à la lumière des travaux préparatoires

- 38-3. Par rapport au règlement, la loi de 2001 modifie plutôt la terminologie que les notions essentielles. Il est vrai que le texte précédent avait principalement visé la dématérialisation des valeurs mobilières, mais en définissant celles-ci d'une façon bien particulière, puisque cette notion englobait tous les titres et autres instruments financiers susceptibles de circuler de façon fongible et dans l'acception la plus large.
- 38-4. L'article 1^{er} de la loi de 2001 reprend ces mêmes notions, dont celle plus classique de titre et celle plus moderne d'instrument financier, terme auquel le texte ajoute de nouveau le qualificatif « au sens le plus large ». Mais même si depuis 1994 ces notions avaient déjà été inscrites dans le règlement, cette fois elles ont suscité un débat qui peut être suivi dans les travaux préparatoires.
- 38-5. Le projet de loi initial avait mentionné les «titres» et «autres instruments financiers fongibles», notions plus ou moins reprises dans une section

« Définitions » dans laquelle il fut encore question de « valeurs titrisées » et « des instruments visés par la section B de l'annexe II de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier » (la « loi relative au secteur financier »). La Banque centrale du Luxembourg proposait de préciser la notion d'instrument financier, tandis que dans le but d'éviter toute possibilité d'interprétation restrictive, la commission des Finances a retenu la solution contraire. L'abandon de la tentative de formuler une définition qui n'en était pas une, doit être approuvé. Si les travaux préparatoires ne permettent pas de préciser ces notions, ils ont néanmoins le mérite de montrer que le législateur a entendu être aussi libéral que possible.

38-6. Un point de la discussion a porté sur la nécessité de viser les produits dits dérivés, puisque ces instruments financiers sont notamment mentionnés à la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier. Ainsi, le commentaire du projet de loi remanié énonce que les produits dérivés seraient visés, quel que soit leur sous-jacent, mais en rappelant que les titres et instruments visés doivent être susceptibles de circuler sur une base fongible. Or, justement en raison de cette condition, le débat de terminologie était dans une large mesure basé sur une erreur. Quelques-uns des produits dérivés les plus courants visés par la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier sont des contrats synallagmatiques, tels que des contrats financiers à terme (futures) ou des contrats d'échange (swaps)¹, pour lesquels toute idée de fongibilité ou de transfert par virement est à exclure.

38-7. Les travaux préparatoires ne permettent donc de cerner le champ d'application de la loi de 2001 que dans la mesure où on constate que le légis-lateur n'a pas entendu imposer de limites, à part la condition que les titres ou autres instruments financiers doivent être susceptibles d'être rendus fongibles et de circuler de la manière prévue par la loi. Compte tenu de l'absence de définition légale, ce sont ces caractéristiques qui doivent servir de critères pour la détermination du champ d'application de la loi de 2001. Néanmoins, comme le législateur a fait référence à deux notions, il convient de vérifier s'il y a lieu de les opposer ou si, en définitive, elles ne recouvrent qu'un seul et même domaine.

¹ Pour ces types de contrats, l'intuitu personae (en raison du risque crédit pris sur la contrepartie au contrat) est une caractéristique essentielle. Ils prévoient parfois des prestations réciproques lors du dénouement. Les contrats mentionnés dans la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier sous la rubrique « instruments » ont donné lieu à des confusions à plusieurs reprises parce qu'ils ont été traités dans plusieurs textes communautaires comme des équivalents à des titres donnant lieu, dès leur émission, à une prestation unilatérale de la part de l'émetteur. La même erreur figure dans la directive 98/26/CE et a été fidèlement recopiée dans l'article 34-2 de la loi relative au secteur financier, dans lequel le concept d'instrument financier tel que défini à la section B de l'annexe II a été assimilé au concept de « titre ».

38-8. Le commentaire concernant le champ d'application de la loi du projet initial avait cité une définition de la notion de « titre » inspirée de Van Ryn et Heenen². Selon celle-ci, serait visé « tout support documentaire ou scriptural dans lequel est incorporé un ou plusieurs droits contre un émetteur ». Selon ces auteurs, « les droits ou obligations constatés dans un titre négociable sont [...] « objectivés » par leur incorporation au titre », tandis qu'ils définissent le concept de titre négociable comme « un écrit qui, par lui-même, confère, à celui qui en est régulièrement nanti, certains droits et qui est soumis à un régime juri-dique particulier ». On pourrait en déduire que les rédacteurs du projet de loi initial n'avaient visé que les titres qui correspondent à cette définition. Les discussions ultérieures montrent toutefois que l'intention du législateur a été d'éviter de s'enfermer dans une conception aussi restrictive.

B. La notion de titre dans les discussions doctrinales

38-9. On ne peut qu'approuver la prudence qui a amené la commission des Finances à éviter de prendre position dans ce débat de définitions, surtout que la thèse susmentionnée de l'incorporation des droits au titre paraît bien dépassée. Le dictionnaire juridique³ enseigne que le terme « titre » vise « la cause ou le fondement juridique d'un nouveau droit qui, associé à divers qualificatifs, indique tant la source du droit (volonté de l'homme: titre conventionnel, loi: titre légal) que le mode et les caractères essentiels de l'acquisition (acte à titre gratuit ou à titre onéreux, vocation à titre universel ou à titre particulier, rente à titre indemnitaire ou alimentaire) ». Ce premier sens vise le *negotium*, c'est-à-dire l'opération juridique par laquelle la personne s'est trouvée investie d'un ou de plusieurs droits. Une deuxième signification est celle de l'écrit qui constate un acte juridique, susceptible de produire des effets juridiques, à savoir l'*instrumentum*. Dans l'acception générale, cet *instrumentum* est constitué par un écrit.

38-10. La thèse que les droits sont incorporés dans l'*instrumentum* a longtemps prévalu. Elle a été énoncée par des auteurs prestigieux⁴, mais elle est actuellement rejetée par une partie importante de la doctrine et ne résiste pas à

 $^{^2}$ Droit commercial belge, t. III, $n^{os}\ 79$ et s.

³ G. CORNU e.a., Vocabulaire juridique, P.U.F.

⁴ M. Planiol et G. Ripert, *Traité pratique de droit civil français*, t. III, *Les biens*, 2° éd., par M. Picard, 1952, p. 562, n° 560. Sur l'assimilation des titres au porteur à des choses mobilières corporelles, cf. C. Lyon-Caen et L. Renault, *Manuel de droit commercial*, L.G.D.J., 1906, 8° éd., p. 145, n° 200; J. Larguier, *Essai sur la notion de titre en droit privé*, thèse, Montpellier, 1948, p. 244 et s., n°s 218 et s.; M. de Juglart et B. Ippolito, *Traité de droit commercial*, vol. 2, *Les sociétés*, 3° éd., par E. du Pontavice et J. Dupichot, Montchrestien, 1982.

une analyse des faits. Déjà critiquée au début du siècle par E. Thaller⁵, elle est, selon l'expression de François-Xavier Lucas⁶, totalement « hors de propos » à la suite du phénomène de la dématérialisation. Outre la question de savoir si la notion d'*instrumentum* est adéquate pour viser des inscriptions en compte, beaucoup d'auteurs français récents ont critiqué l'importance attachée par la doctrine classique à l'*instrumentum*. Ainsi, pour Lucas⁷ « l'écrit ne crée pas le droit, il le constate. La règle vaut aussi en matière de valeurs mobilières: le droit précède l'*instrumentum* qui le prouve ». Selon Hervé Causse⁸, « il n'y a point d'incorporation [du droit dans l'*instrumentum*], mais seulement des présomptions inductives ou déductives ». Si, en Belgique, Horsmans et Tossens, en citant Van Ryn et Heenen, continuent à énoncer la thèse que le droit du titulaire serait incorporé au titre, ils ajoutent néanmoins la restriction significative « dans une certaine mesure » et lient le concept de l'incorporation à celui de l'inopposabilité des exceptions⁹.

38-11. Comme la doctrine classique avait affirmé que le droit s'incorpore à l'instrumentum, un débat était lancé en France au moment de la disparition de l'instrumentum classique suite à la dématérialisation forcée ou conventionnelle¹⁰. Certains auteurs ont alors exprimé l'opinion que la notion de « titre » ne devait plus s'appliquer aux valeurs dématérialisées. D'autres ont estimé qu'une telle conception ferait une place trop importante à l'instrumentum, tout en admettant que ce serait martyriser les concepts que de voir un support matériel dans une inscription en compte¹¹. Pour d'autres, le nouveau support n'en est pas moins un support matériel. Ainsi, selon Christine Lassalas¹², « s'il existe une différence entre le titre papier et les écritures transcrites sur un registre, une bande magnétique ou une disquette informatique, tous ces supports n'en demeurent pas moins « matériels » » et elle relève que déjà avant la dématérialisation en France une partie de la doctrine avait développé l'idée qu'une écriture sur un papier ou une bande magnétique a une consistance matérielle

⁵ E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial*, Rousseau, 3^e éd. 1904, nº 891.

⁶ F.X. Lucas, Les transferts temporaires de valeurs mobilières, L.G.D.J., n° 406.

⁷ F.X. Lucas, op. cit., nº 409.

⁸ Les titres négociables, Litec, 1993, nº 11.

⁹ G. HORSMANS et J.-F. TOSSENS, « Réflexions sur la nature et le régime juridique des valeurs mobilières et des autres instruments financiers », in *Le nouveau droit des marchés financiers*, Larcier, 1992, n° 39.

¹⁰ D. Martin, « Du titre et de la négociabilité », *D.*, 1993, chron., p. 20. *Adde*: D. Martin, « Des techniques d'affectation en garantie des soldes de comptes bancaires », *D.*, 1987, chron., p. 229 et s., spéc. p. 232, n° 17; M. Vasseur, *Droit des affaires*, Licence, fasc. IV, Les cours de droit, Paris, 1987-1988, p. 89; D. Schmidt, « Le régime actuel des valeurs mobilières », *Rev. dr. banc. et bourse*, 1987, p. 43, n° 2.

¹¹ F.X. Lucas, op. cit., nos 415 et 416.

¹² L'inscription en compte des valeurs, La notion de propriété scripturale, L.G.D.J. 1997, nº 371.

suffisante pour être considérée comme un meuble corporel¹³. La thèse de Didier Martin va encore plus loin puisqu'il reconnaît au titre dématérialisé le caractère d'une chose corporelle¹⁴.

C. La solution de la pratique

38-12. La pratique législative semble donner raison aux auteurs les plus novateurs. Le législateur ne cesse d'intervenir pour faire constater que les nouveaux supports, y compris les supports électroniques, sont destinés à faire la preuve d'actes juridiques. Il serait dès lors difficile de dire que le rôle de l'instrumentum n'est pas reconnu à des supports autres que la papier. L'instrumentum a donc subsisté, mais le support a changé. Compte tenu du nouveau support et des conséquences de la technique d'inscription en compte, les auteurs sont toutefois d'accord que l'inscription en compte ne peut constituer qu'une présomption de titularité et que l'on ne saurait plus parler d'incorporation des droits au titre. On doit nécessairement en tirer la conclusion que pour analyser la notion de titre telle que visée par la loi de 2001, il faut revenir à l'essentiel, à savoir le negotium, les droits documentés par l'instrumentum. En raison de la thèse bien commode de l'incorporation des droits à l'instrumentum, on avait quelque peu tendance à occulter l'essentiel, qui n'est pas le papier, mais l'ensemble des droits pour lesquels le papier sert de preuve.

38-13. Il faut en conclure que la notion de titre visée par l'article 1^{er} de la loi de 2001 désigne en principe le ou les droits du titulaire résultant de l'acte juridique (negotium) à l'égard d'une personne qui est généralement l'émetteur du titre (sinon une autre personne qui a assumé des obligations en vertu du titre), ces droits étant constatés par un support documentaire au sens le plus large du terme (l'instrumentum) et répondant à certaines caractéristiques qui sont essentielles pour les rendre fongibles et pour permettre leur circulation. Elles comprennent l'accord de l'émetteur (ou l'obligé) que les droits afférents soient cessibles à des tiers par remise d'un document, transfert sur un registre ou par une écriture en compte¹⁵ et la renonciation irrévocable de l'émetteur (ou l'obligé) d'opposer aux titulaires des droits ainsi cédés les exceptions qu'il aurait pu, le cas échéant, faire valoir à l'égard du titulaire originaire ou d'un des cessionnaires subséquents.

¹³ Voy. J. HÉMARD, F. TERRÉ et P. MABILAT, Sociétés commerciales, t. 3, Dalloz, 1978, nº 23; G. RIPERT et R. ROBLOT, Traité de droit commercial, t. 1, 16° éd. par M. GERMAIN, L.G.D.J., 1996, nº 1150 et T. BONNEAU, «La diversification des valeurs mobilières, ses implications en droit de sociétés », Rev. trim. dr. civ., 1988, p. 535, spéc. p. 585.

¹⁴ «De la matière corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux) », D., 1996, chron., 47.

¹⁵ Il n'y a pas lieu de traiter dans cet article des effets de commerce qui, en cas d'endos en blanc, deviennent transmissibles par tradition.

D. L'instrument financier susceptible de circuler: un titre négociable

38-14. Comme l'étymologie rattache le terme « instrument » à l'instrumentum latin, on pourrait croire que le deuxième terme utilisé par la loi de 2001, « l'instrument financier », désigne la même notion que le terme « titre ». Toutefois, pareille conclusion est prématurée puisque le législateur s'est notamment référé aux instruments mentionnés dans la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier. Comme il a été signalé plus haut, la loi de 2001 ne saurait viser l'ensemble de ces instruments puisque cette liste énumère non seulement les valeurs mobilières, parts d'organismes de placement collectif et instruments du marché monétaire, mais également les options, les contrats à terme et les contrats d'échange. La liste des instruments financiers comprend donc des titres négociables classiques et des types de contrats pour lesquels la fongibilité ou le transfert par virement est inconcevable. Les options que l'on peut acquérir ont normalement des caractéristiques qui permettent de les ranger sous la notion de titre négociable. En effet, elles sont souvent émises par un même émetteur (généralement une bourse spécialisée) avec des caractéristiques identiques pour des séries d'options portant sur un même sous-jacent, et elles comportent un engagement de l'émetteur qui n'est pas lié aux relations entre l'émetteur et le premier titulaire.

38-15. Tel n'est pas le cas de certains autres instruments financiers mentionnés sur cette liste, tels les contrats financiers à terme standardisés (futures) et les contrats d'échange (swaps), qui ne sont pas susceptibles d'être cédés à des tiers comme des titres négociables. Quant aux contrats d'échange, ils ne peuvent être fongibles puisqu'ils ne sont pas standardisés au même degré que les options et futures. En plus, ils prévoient des obligations réciproques de livraison ou de paiement. Par contre, les contrats financiers à terme sont standardisés, mais comme chaque souscripteur d'un contrat est obligé de faire un dépôt de garantie, un transfert des droits n'est possible que dans le cas où le cessionnaire est d'accord d'assumer les obligations du cédant et de faire un dépôt de garantie équivalent. Il doit, pour le surplus, accepter de faire des dépôts de garantie supplémentaires et sa propre contrepartie (établissement de crédit ou entreprise d'investissement) doit être d'accord pour accepter le risque-crédit sur le cessionnaire. Un transfert par simple virement se heurte à toute une série d'obstacles.

38-16. La situation est similaire pour les contrats par lesquels on concède une option (à la bourse). On a l'impression que le terme « instrument financier » repris dans la législation relative au secteur financier (et les directives communautaires correspondantes) a été pris de la pratique, qui ne s'est guère souciée

des thèses de la doctrine au sujet de l'*instrumentum*. Cet usage paraît plutôt provenir du fait que certaines techniques sont utilisées par les praticiens comme des instruments de gestion¹⁶.

38-17. Compte tenu de la condition de la fongibilité et de la nécessité du transfert par virement, on ne peut que conclure que les instruments financiers visés par la loi de 2001 sont limités à ceux qui, de par leurs caractéristiques, sont susceptibles d'être assimilés à des titres négociables. Les notions de titre ou d'instrument financier doivent donc être interprétées de la même manière, comme visant tous les droits pour lesquels il existe un support quelconque faisant la preuve de leur existence, qui peuvent s'exercer contre une personne déterminée (généralement l'émetteur) et qui ont un caractère autonome de sorte que les droits sont détachés de la personne de celui qui les exerce. En d'autres termes, pour pouvoir être visés par la loi de 2001, les instruments financiers doivent être des titres négociables au sens large et les titres négociables sont considérés par cette loi comme des instruments financiers¹⁷. Le législateur aurait donc pu simplifier le texte en supprimant la notion d'instrument financier. Puisque les titres et instruments financiers désignent des droits dont les caractéristiques sont identiques, ces termes sont utilisés dans le présent article de manière indistincte pour désigner l'un ou l'autre.

E. La pertinence de la forme

38-18. Si on admet que la notion de titre doit être définie compte tenu des caractéristiques nécessaires pour que la loi de 2001 puisse s'appliquer, on doit se poser également la question de la pertinence de la pratique du certificat-*instrumentum* qui semble toujours prépondérante. Dans notre système de droit, il faut admettre que même dans le cas où le titulaire n'a plus l'*instrumentum*, le droit contre l'émetteur (ou l'obligé) n'est pas éteint et qu'il peut toujours être exercé par le titulaire 18. Il est difficilement admissible que le

¹⁶ Cette confusion de terminologie a donné lieu à des assimilations qui ne sont pas nécessairement heureuses. Ainsi, à l'instar des directives européennes, il y a assimilation des instruments financiers visés à la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier avec la notion de titre utilisée dans l'article 34-2 de cette loi (repris de la directive 98/26/CE), et dans une moindre mesure dans l'article 62-11 (introduit à la suite de la directive 97/9/CE). Dans le dernier cas, le législateur a pris soin de préciser dans les travaux préparatoires la portée de ces dispositions dans le cas où certains instruments n'ont pas les caractéristiques nécessaires pour pouvoir être assimilés à des titres.

¹⁷ Le premier instrument financier visé à la section B de l'annexe II de la loi relative au secteur financier est la valeur mobilière.

¹⁸ Et qui les détient pour compte des titulaires des valeurs scripturales, comme on le verra plus tard.

titulaire ne soit plus en mesure de prouver l'existence de ses droits en raison de la seule disparition d'un document¹⁹. La question a été soulevée de savoir quelles pourraient être les conséquences de la perte de validité d'un l'instrumentum. Ce cas pourrait être contractuellement prévu par exemple en cas de liquidation d'un dépositaire qui détient l'instrumentum pour compte des titulaires de comptes. On ne conçoit pas que les droits documentés par un instrumentum ainsi déclaré périmé cesseraient d'exister. Ces droits ont été et continuent d'être constatés par un ensemble de documents contractuels qui, le cas échéant, prescrivent la voie à suivre pour remplacer l'instrumentum périmé et pour changer éventuellement de dépositaire. En admettant que la notion de titre vise le droit, plutôt que l'instrument de la preuve du droit, on aboutit à la conclusion que le titre continue à exister jusqu'à ce que l'obligation de l'émetteur du titre (ou de l'obligé) soit éteinte suite à son exécution, la confusion ou tout autre procédé d'extinction normal, et que, dans l'intervalle, cette obligation reste documentée par des procédés divers, tandis que la forme du document servant de preuve importe peu. On peut, dès lors, poser la question de l'utilité de la création de certificats globaux qui font double emploi avec la documentation synallagmatique relative à l'émission du titre. La pratique des certificats se base sur la conception dépassée qui a privilégié l'importance de l'instrumentum. La facon de rédiger l'instrumentum est irrelevante, puisque par la notion de titre la loi de 2001 vise les droits par opposition au support.

38-19. Il doit, dès lors, être possible de détenir en compte fongible des droits répondant aux caractéristiques énoncées plus haut, sans qu'il ne soit nécessaire de documenter ces droits par des certificats. Cette conclusion n'est d'ailleurs pas nouvelle. Dans le passé, on a vu de nombreuses émissions d'obligations ou même d'actions documentées initialement par un certificat provisoire dit global stipulé au porteur, dont la forme ne répondait nullement aux conditions formelles prévues par la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales (la « loi sur les sociétés commerciales ») pour les actions ou obligations au porteur et dont les conditions d'émission prévoyaient le remplacement par des certificats définitifs à une date contractuellement prévue. Même si, à défaut d'avoir respecté les formes prescrites, un tel certificat global ne constitue pas une obligation au sens formel de la loi sur les sociétés commerciales, il n'en constitue pas moins la preuve tant de l'obligation de fournir des certificats définitifs que de celle de faire les paiements du principal et des intérêts conformément aux conditions de l'emprunt. On ne saurait raisonnablement soutenir que les

¹⁹ Surtout que les obligations correspondantes figurent toujours dans la comptabilité et parfois dans les statuts de l'émetteur. Ainsi la destruction d'une action au porteur n'entraîne-t-elle pas une réduction de capital et celle d'une obligation au porteur ne fait pas disparaître la dette de l'émetteur des comptes financiers.

obligations de l'émetteur documentées par ce type de certificat seraient nulles à défaut d'avoir respecté la forme spécifiquement prévue par la loi sur les sociétés commerciales pour les obligations dites définitives²⁰.

38-20. Aussi, la pratique fait-elle usage de certificats globaux au porteur qui sont entre les mains d'un dépositaire désigné par avance, parfaitement connu de l'émetteur. Comme il a été dit ci-avant, ce certificat ne répond souvent pas aux conditions de forme prescrites par la loi. On doit évidemment se poser la question de savoir pourquoi on ne prévoit pas plutôt des titres globaux nominatifs, alors qu'en réalité le document global, ne pouvant être détenu que par une personne bien définie, a plus les caractéristiques d'un titre nominatif, dont le titulaire est connu, que d'un titre au porteur, dont le titulaire pourrait être anonyme.

Souvent, la pratique prévoit des certificats provisoires, alors que, dans la majorité des cas, il faudrait pouvoir s'affranchir de la nécessité de livrer des titres définitifs. Ceux-ci n'ont de raison d'être que dans la mesure où la loi régissant l'émetteur ou l'émission les prévoit expressément. Comme il n'y a aucune raison pour que les titres soient documentés par un document appelé « certificat », la documentation contractuelle relative à une émission ayant la même valeur juridique est suffisante pour servir de titre, même définitif.

F. L'assimilation d'une promesse de livraison au titre

38-21. L'article 18 de la loi de 2001 permet aux opérateurs d'un système de paiement ou de règlement titres de créditer en compte les participants pour des titres qu'une banque centrale, un autre opérateur d'un tel système ou un établissement de crédit s'engagent à livrer. Ce texte permet à l'opérateur du système de créditer en compte des titres d'un émetteur tiers par rapport à celui qui a promis la livraison à condition que le souscripteur de l'engagement ait un statut déterminé. La loi assimile donc l'engagement pris par le tiers au titre sur lequel porte l'engagement de livrer et permet à l'opérateur du système de créditer des titres sur lesquels l'opérateur du système n'a pas un contrôle direct et qui, le cas échéant, peuvent ne pas encore exister. Comme pareil crédit en compte n'est couvert que par l'engagement de ce tiers, cette disposition a été critiquée par le Conseil d'État, la Banque centrale européenne et la Banque centrale du Luxembourg au motif qu'elle serait trop large et que la question se poserait de savoir ce qu'il adviendrait au cas où les titres définitifs ne seraient

²⁰ On peut évidemment se demander si, dans son effort de moderniser la législation sur les sociétés, le législateur ne ferait pas mieux de modifier, sinon même de supprimer, les dispositions quelque peu obsolètes concernant la forme des actions et obligations au porteur.

pas livrés. Effectivement, en cas de défaillance de celui qui doit la livraison, l'opérateur du système court un risque, parce qu'il a lui-même une obligation contractuelle de livrer les titres promis à ses propres participants.

38-22. On peut se demander si un opérateur ne pourrait de toute façon pas créditer les participants de titres correspondant à l'engagement du tiers ayant promis la livraison, ces titres étant alors échangeables contre ceux qui font l'objet de l'engagement. L'engagement dûment documenté du tiers peut constituer en lui-même un titre au sens que le législateur a entendu attribuer à cette notion. La technique de créditer en compte des titres documentant la promesse de livrer, éviterait à l'opérateur du système tout risque crédit en rapport avec la livraison des titres couverts par l'engagement. Toutefois, ce procédé risque d'être insuffisant pour résoudre les problèmes pratiques qui ont poussé le législateur à adopter ce texte. Le participant est en effet généralement intéressé à obtenir un titre fongible avec ceux déjà admis dans le système et la technique de créer un titre échangeable contre un autre aurait le désavantage d'exclure la fongibilité. Si, dès lors, l'article 18 de la loi de 2001 permet de rendre fongibles des titres existants et ceux créés artificiellement par cet engagement, l'opérateur du système se doit de veiller à ce que tout risque de défaillance soit exclu. À cet effet, les seules conditions imposées par la loi semblent insuffisantes.

G. La réception en dépôt ou la tenue en compte

38-23. La deuxième condition citée par l'article 1^{er} de la loi de 2001 est celle de la réception en dépôt ou de la tenue en compte du titre ou de l'instrument financier, condition qu'il y a lieu de lire ensemble avec la précision que les titres reçus en dépôt et tenus en compte peuvent être matérialisés ou dématérialisés, au porteur, à ordre ou nominatifs ou peuvent revêtir toute autre forme.

38-24. L'application de la notion classique du dépôt n'est pas sans soulever de problèmes. En principe, le contrat de dépôt prévu par l'article 1918 du Code civil ne concerne que des choses mobilières, qui doivent en outre être des choses corporelles « parce qu'on ne garde pas un droit, mais une chose »²¹. Rappelons que les éléments essentiels du contrat de dépôt sont la tradition, c'est-à-dire la remise effective de la chose, la garde qui est le but principal de la remise de la chose au dépositaire et le caractère inconditionnel de la restitution. En principe, le dépositaire n'a sur la chose déposée aucun droit d'usage, ce qui est l'une des différences essentielles avec le contrat de prêt.

²¹ Encycl. Dalloz civ., v° Dépôt, n° 15, par R. RODIÈRE et P. DELEBECQUE; MALAURIE et AYNÈS, Droit civil des obligations, 1993-1994, n° 861.

38-25. Il en est différemment du dépôt dit « irrégulier », notamment du dépôt d'argent, qualifié de dépôt irrégulier parce qu'il porte sur une chose fongible (des billets de banque) dont la restitution doit être faite par une chose équivalente ou semblable. On déduit du caractère fongible des espèces déposées que le dépositaire peut en disposer conformément à l'article 1930 du Code civil. Dans le cas d'un dépôt bancaire, on admet que c'est en raison de la fongibilité de l'argent déposé et de l'impossibilité conséquente d'identifier les actifs détenus par la banque qui sont sujets à l'obligation de restitution, que la banque devient effectivement propriétaire des billets déposés. Ainsi, contrairement au dépôt de choses corporelles identifiables et non fongibles, le dépôt d'argent résulte en une créance à l'encontre du banquier. De plus, on admet que l'article 1936 du Code civil ne s'applique pas, alors que le banquier ne doit pas justifier des fruits produits par l'argent déposé, mais peut convenir d'une autre rémunération (ou de l'absence de rémunération). On constate donc que ce dépôt se rapproche étrangement du prêt et qu'il serait peut-être plus approprié de le qualifier comme tel. La fiction d'un dépôt d'argent devient encore plus difficile à maintenir lorsqu'on se réfère à la nécessité de créer le dépôt par la remise d'une chose mobilière corporelle. En effet, les dépôts en banque se créent souvent à la suite d'un virement, donc par transfert de valeurs scripturales qui elles-mêmes sont des créances, donc des biens par essence incorporels.

38-26. En matière de dépôt de titres, l'évolution a été similaire dans la mesure où, initialement, le contrat de dépôt portait sur des biens corporels constitués par les certificats au porteur ou, le cas échéant, nominatifs. Depuis, on est souvent en présence d'un « dépôt » de droits matérialisés par une seule inscription en compte. Dans le cas du dépôt de certificats, le dépositaire en assure la conservation matérielle sans pour autant être titulaire des droits documentés par les certificats, quoique, dans le cas du certificat au porteur, le dépositaire ayant la possession matérielle de l'instrumentum bénéficie de ce fait de la présomption (fausse en l'occurrence) qu'il a qualité d'exercer les droits y afférents. Quant au dépôt des certificats nominatifs, il n'a aucune incidence sur l'exercice des droits aussi longtemps que le déposant reste inscrit dans le registre de l'émetteur, sauf dans les cas où les mouvements de titres dans le registre de l'émetteur requièrent la production du certificat, le cas échéant endossé par le titulaire du titre inscrit dans le registre. En aucun cas, on ne saurait admettre que la simple tradition du certificat nominatif sans modification de l'inscription au registre puisse constituer un « dépôt » d'un titre nominatif.

38-27. Tel a été le cas jusqu'à ce que la pratique ait développé le « compte courant de titres », qui permet d'opérer des transferts de titres entre titulaires de comptes par de simples écritures comptables. Néanmoins, aussi longtemps qu'il y avait des certificats au porteur, on pouvait admettre qu'au niveau du déposi-

taire initial, chargé de la garde matérielle des certificats au porteur, il y avait une tradition du certificat, soit réelle, soit feinte²². La situation est devenue plus complexe lorsque d'autres contrats de dépôt se sont greffés sur un dépôt originaire, puisque le dépositaire intermédiaire auprès duquel le déposant a ouvert son compte ne détient en réalité plus que des droits à l'égard du dépositaire ultime chargé de la conservation matérielle des certificats ou des autres documents de preuve des obligations de l'émetteur. Si l'existence de certificats physiques permet encore de justifier l'application du concept du dépôt par l'argument que le dépositaire direct remplit son obligation de conservation d'un objet mobilier par l'intermédiaire d'un tiers dépositaire, la disparition des certificats à la suite de la dématérialisation de beaucoup de titres a remis en cause l'analyse du contrat comme un vrai dépôt. Ainsi, « la substitution de droits dématérialisés inscrits en compte en lieu et place de titres physiques individualisés a eu pour effet important de modifier la nature juridique du lien contractuel unissant l'intermédiaire à ses clients. De dépositaire, l'intermédiaire est devenu un teneur de comptes pur et simple dont les obligations se rattachent à une convention de louage de services pour les titres au porteur et une convention de mandat d'administration pour les titres nominatifs »²³.

38-28. La jurisprudence et la doctrine ne se réfèrent plus seulement à l'obligation de la garde matérielle des titres en dépôt, qui n'existe que pour les certificats proprement dits, mais surtout à la garde juridique qui, selon la doctrine, comporte une obligation d'information portant sur toutes les opérations concernant les titres déposés et les opérations de gestion conservatoire, telles que l'encaissement des intérêts ou dividendes, ou l'exercice des autres droits²⁴. Il n'est donc plus possible de retenir purement et simplement la qualification de dépôt au sens des articles 1915 et suivants du Code civil, ne serait-ce que parce qu'il ne peut y avoir de dépôt de meubles incorporels, sauf à vouloir « dématérialiser » ce type de contrat. Ainsi, pour une partie de la doctrine, le dépôt du nouveau type est un «louage d'ouvrage, l'intermédiaire promettant certaines prestations pour la tenue de ces comptes »25. Cette doctrine ajoute qu'il y a un mandat ou un contrat de commission accessoire qui permet au dépositaire de réaliser les opérations de tenue de comptes pour le compte du titulaire et de faire des opérations au nom du dépositaire et pour compte du déposant dans la mesure où l'identité de l'ayant droit n'est pas révélée à la société émettrice.

²² Par la cession des droits sur le certificat originairement déposé.

²³ R. ROBLOT, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Association nationale des sociétés par actions, 1984, et J-P. BRILL, note sous Cass., 9 janvier 1990, *D.*, 1990, 173; DELLECI et PELLETIER, « Le compte de dépôt de titres », *Jcl. Banque et bourse*, fasc. 2115; à noter qu'en France la notion de « titre au porteur » vise les titres dématérialisés pour lesquels il n'existe plus de certificat au porteur.

²⁴ M. Juglart et B. Ippolito, *Traité de droit commercial*, t. VII, *Banque et bourse*, 3° éd., n° 522.

²⁵ Brill, note précitée.

38-29. Pour des raisons qui tiennent au fait que les auteurs français n'ont eu d'égard qu'à la situation spécifique en France, ceux-ci admettent généralement à tort que ce type de contrat ne serait pas concevable pour les « titres nominatifs purs », s'agissant de titres dont le titulaire exerce personnellement envers la société émettrice tous les droits attachés à ceux-ci. Or, le traitement identique des titres nominatifs est courant puisqu'il s'applique à la presque totalité des actions émises par des sociétés anglo-saxonnes, qu'elles soient anglaises ou américaines, pour lesquelles les certificats au porteur sont inconnus. C'est ainsi à juste titre que la loi de 2001 prévoit spécifiquement la possibilité de recevoir en « dépôt » des titres nominatifs. L'analyse doctrinale montre que cette notion se confond avec celle de la tenue en compte. Le dépôt proprement dit existe encore dans la mesure où les titres déposés sont documentés par des supports papiers, mais, en tout état de cause, la notion de dépôt comprendra un louage de services cumulé avec un contrat de mandat ou, le cas échéant, un contrat de commission aux termes duquel le dépositaire agit pour compte du déposant, ce contrat pouvant s'appliquer à tous types de titres, quelle que soit la forme sous laquelle ils ont été émis. En reprenant la notion de tenue en compte, le texte a le mérite de mentionner l'une des situations où la notion de dépôt classique ne s'applique guère. Toutefois, sur ce point, il est incomplet puisque le « dépôt » de titres nominatifs présuppose que le dépositaire (ou un mandataire de celui-ci) soit inscrit à titre fiduciaire dans le registre de l'émetteur pour qu'il puisse rendre les droits y afférents fongibles et transmissibles par inscription en compte, et pour qu'il soit en mesure de rendre les services qui caractérisent actuellement le dépôt de titres.

H. La fongibilité

38-30. Pour que la loi de 2001 puisse s'appliquer, les titres doivent être fongibles ou être déclarés fongibles. La fongibilité est l'équivalence entre deux choses dont il résulte que l'une peut parfaitement se substituer à l'autre. Selon les auteurs du projet, le concept de la fongibilité a été repris de l'article 2 (1) du règlement. L'ancien texte s'était référé aux titres susceptibles de circuler de façon fongible, notion reprise par le projet de loi initial. Par une proposition d'amendement élaborée par le Comité pour le développement de la place financière et reprise par le gouvernement, il fut précisé que la fongibilté pouvait être le résultat d'une déclaration de volonté. Cette modification fut déclarée de pur style. Elle permet cependant de conclure que la fongibilité ne doit pas être une condition préexistante à l'inscription en compte, mais qu'elle peut être la conséquence de l'inscription en compte cumulée avec un acte de volonté qui peut émaner tant de l'émetteur que du dépositaire (dans ce dernier cas, avec le consentement de l'émetteur).

38-31. La fongibilité implique normalement l'existence d'une multitude de titres de même nature représentant des droits contre le même obligé, ayant des caractéristiques identiques et pouvant donc être détenus par des titulaires multiples. Mais, outre le cas de la multitude de titres identiques, il doit être possible de rendre fongibles des droits de créance qui ne peuvent être exercés que par un seul et même titulaire à l'égard du débiteur si, par le système de l'inscription en compte, ces droits peuvent être fractionnés en une multitude d'unités de même valeur ayant les caractéristiques de fongibilité, de négociabilité et de cessibilité requises. Il faut encore que l'obligation correspondante soit abstraite, en ce sens que l'inopposabilité des exceptions que le débiteur pourrait faire valoir contre le dépositaire, doit avoir été convenue. Ces unités deviennent alors des titres dans le sens décrit plus haut. De ces caractéristiques, le caractère abstrait des obligations de l'émetteur (ou de l'obligé) est l'élément essentiel puisqu'il garantit la sécurité juridique des bénéficiaires ultérieurs des droits à la suite du fractionnement. Quant à la négociabilité du titre initial, elle ne paraît pas relevante en soi, puisque les droits sont exercés par le dépositaire, celui qui a reçu le titre en dépôt ou qui détient les droits contre l'émetteur (ou l'obligé) pour compte des titulaires des fractions. La nécessité du caractère de cessibilité du titre initial n'existe, dès lors, qu'en cas de changement de dépositaire, notamment en cas de procédure de règlement collectif ou d'autres cas impliquant pour le dépositaire une impossibilité d'exercer sa fonction. Dans ce cas, les formalités de cession du titre ont moins d'importance que dans le cas de titres qui sont eux-mêmes destinés à circuler. Quant à la condition de la libre négociabilité, seule devrait compter la transmissibilité des droits contre le dépositaire tels qu'ils sont documentés²⁶ par l'inscription en compte, puisqu'une telle transmission devient opposable au dépositaire, aux tiers et à l'émetteur par les inscriptions en compte. Ceci correspond d'ailleurs à la pratique devenue courante des certificats globaux définitifs destinés à être détenus par les seuls dépositaires professionnels et qui n'ont pas de vocation à circuler.

I. La notion de dépositaire

38-32. Aux termes de l'article 1^{er} de la loi de 2001, les titres doivent avoir été reçus en dépôt ou tenus en compte par un dépositaire, notion définie à l'article 2. Si le règlement avait visé les banques et autres professionnels du secteur financier agréés au Luxembourg, le nouveau texte a élargi le cercle des dépositaires pour comprendre, outre les succursales des établissements

²⁶ Il est vrai que jusqu'à présent la pratique a été différente et que le fractionnement a toujours été fait par un émetteur tiers par rapport au dépositaire lui-même, par exemple par un établissement financier dans le cadre d'une émission dite fiduciaire ou par l'émission à une émission obligataire par une société *ad hoc* (SPV).

financiers communautaires qui sont agréés par leurs autorités nationales, les organismes nationaux et internationaux établis au Luxembourg et opérant dans le secteur financier. Le commentaire précise que par organisme national est notamment visée la Banque centrale du Luxembourg. Comme, par la référence à l'article 30 de la loi relative au secteur financier, la définition inclut les banques et autres professionnels communautaires du secteur financier, la question peut être posée de savoir si le législateur a pu viser également les établissements étrangers autorisés à exercer leurs activités à partir de l'étranger par libre prestation de services. Il faut y répondre par la négative. Il est inconcevable que des activités de dépositaire, qui se caractérisent par leur permanence, soient exercées ailleurs qu'au lieu où il existe un établissement fixe. C'est aussi la localisation au Luxembourg de l'établissement du dépositaire avec lequel existent les relations contractuelles qui justifie l'application de la loi luxembourgeoise aux relations contractuelles.

38-33. Parmi les dépositaires possibles, on trouve, à part les établissements de crédit, les autres professionnels du secteur financier autorisés à recevoir des titres en dépôt. Or, on peut estimer qu'à part les dépositaires professionnels²⁷ et la nouvelle catégorie d'opérateurs de systèmes de paiement ou de règlement des opérations sur titres²⁸, il n'existe actuellement pas d'autre professionnel visé par la loi de 2001. En effet, la réception en dépôt de titres par des entreprises d'investissement ne saurait constituer une activité principale. La tenue de comptes fongibles par ce type de professionnels restera forcément limitée à la clientèle pour laquelle ils interviennent également en une autre qualité. Elle n'aura donc qu'un caractère accessoire. En plus, il existe pour ces professionnels l'obligation de redéposer les titres reçus auprès d'un établissement de crédit ou d'un dépositaire professionnel de titres.

J. La technique de la dématérialisation

38-34. Le terme de « dématérialisation » est devenu usuel pour désigner la technique qui permet de remplacer des certificats au porteur ou des titres à ordre par des inscriptions en compte. Elle permet également de remplacer les inscriptions dans un registre nominatif par des inscriptions en compte. Comme la Cour de cassation française l'a constaté, le terme sert à désigner l'utilisation d'un support différent par lequel sont matérialisés les titres²⁹. La dématérialisation est dès lors une technique qui permet d'appliquer un autre type de

²⁷ Dont il existe plus d'exemple depuis que Clearstream Banking (anciennement Cedel) a changé son statut en celui d'un établissement de crédit.

²⁸ Catégorie introduite par la loi du 12 janvier 2001.

²⁹ Arrêt Korzilius, 22 novembre 1988, Bull. cass., IV, p. 216, nº 322.

support, à savoir les comptes, que ceux-ci soient tenus sur support papier ou sur support informatique, pour matérialiser les droits que constituent les titres. La dématérialisation devient possible par la simple conclusion d'un contrat de dépôt avec un dépositaire agréé qui crédite le ou les titulaires en compte. Pour que cette technique puisse s'appliquer, il faut que l'actif confié au dépositaire soit un titre négociable, c'est-à-dire qu'il présente les caractéristiques qui permettent le transfert de droits relatifs à l'actif.

38-35. Le dépositaire peut rendre fongibles par inscription en compte des certificats au porteur, globaux ou multiples, des titres nominatifs (auquel cas le dépositaire ou son mandataire est inscrit au registre), des titres à ordre (auguel cas le titre est endossé au profit du dépositaire) ou des titres qui peuvent revêtir n'importe quelle autre forme, telle celle d'un contrat synallagmatique, comme le contrat de prise ferme qui prévoit l'émission des titres mêmes sous réserve du respect de diverses conditions. Finalement, le dépositaire peut recevoir en dépôt des titres qui, eux-mêmes, ne sont représentés que par des inscriptions en compte auprès d'un autre dépositaire ou même auprès de l'émetteur ou d'un tiers, teneur de comptes, désigné par l'émetteur. En règle générale, les titres sont émis de telle manière que la dématérialisation ne change nullement leurs caractéristiques. Toutefois, il n'y a aucune raison pour laquelle certaines caractéristiques ne pourraient pas être modifiées en raison du contrat de dépôt. Ainsi est-il concevable que le fractionnement de titres se fasse par le dépositaire plutôt que par l'émetteur si ce mécanisme est prévu par le contrat relatif à l'émission du titre.

SECTION II

Nature et portée des droits des parties

A. Le paradoxe du droit réel portant sur une chose incorporelle fongible

38-36. L'article 6 de la loi de 2001 dispose que le déposant bénéficie d'un droit réel, de nature incorporelle, sur l'ensemble des instruments financiers de même nature reçus en dépôt et tenus en compte par son dépositaire. La disposition s'est inspirée des articles 3 et 10 de l'arrêté royal belge du 10 novembre 1967. Cette analyse est novatrice, puisqu'elle fait référence à des concepts que la majorité de la doctrine considère comme difficilement conciliables, celui du droit réel sur un bien de nature incorporelle. Ainsi, le législateur a choisi de caractériser les droits du déposant de titres par rapport au droit de propriété en

consacrant la notion de propriété collective déjà sous-entendue dans le règlement³⁰. Traditionnellement, la jurisprudence a fait référence à la notion de droit de propriété à propos du droit du titulaire d'actions ou d'obligations. La notion est inscrite tant dans la loi sur les sociétés commerciales³¹ que dans diverses lois spéciales, telles que celle du 21 décembre 1994 relative aux opérations de mise en pension ou celle du 1er août 2001 sur le transfert de propriété à titre de garantie³². La jurisprudence a également eu recours à la notion de propriété pour caractériser le lien entre le titulaire d'un titre et le titre lui-même. Il semble facile d'appliquer cette notion dans le cas d'un titre au porteur dans la mesure où le droit de propriété s'exerce manifestement sur le certificat. Si, toutefois, on admet que le certificat n'est que la preuve des droits dont le propriétaire du certificat est titulaire, il devient plus difficile d'appliquer la notion de propriété aux droits que comprend le titre. L'usage de la notion de propriété pour caractériser les droits du titulaire du titre provient de la conception que les droits sont incorporés au support papier³³, conception étendue sans apparente justification aux titres nominatifs³⁴.

38-37. La doctrine classique enseigne que le droit réel est un rapport juridique immédiat et direct entre une personne et une chose. Le titulaire a un pouvoir direct et immédiat sur la chose, ce que le droit romain exprimait par *jus in re*, droit « réel ». Ce droit est opposé au droit personnel qui présuppose un rapport entre deux et plusieurs personnes limitativement déterminées et dont le type essentiel est le droit de créance. Alors qu'il est indiscutable qu'une obligation documente un droit de créance de son titulaire sur l'émetteur, comme d'ailleurs beaucoup d'autres titres sur le marché, on peut estimer que le terme « propriété » est inapproprié pour caractériser les droits de leurs titulaires. On peut également soutenir qu'un actionnaire n'est pas propriétaire d'une action, mais uniquement le titulaire des droits que confère l'action³⁵. Certains auteurs estiment même que la notion de droit de créance devrait également s'appliquer aux

³⁰ L'avis du Conseil d'État relatif au règlement s'exprime comme suit: « Sous la réserve de la fongibilité, le droit du déposant en compte courant reste celui d'un propriétaire [par indivis], sans devenir celui d'un créancier. »

³¹ Articles 38, 40 et 43.

³² Il est indéniable que l'usage de la notion du droit de propriété par le législateur, non seulement luxembourgeois, mais également communautaire, est souvent dû à une facilité (ou un abus) de langage, puisqu'il l'a appliqué même aux instruments financiers visés par la section B de l'annexe II de la directive 93/22/CEE qui comprennent des contrats synallagmatiques, tels les contrats financiers à terme ou les contrats d'échange, auxquels la notion de propriété est absolument étrangère.

³³ Il paraît également discutable de prétendre qu'un certificat est émis parce que les droits à l'égard de la société y sont incorporés puisqu'en cas de perte ou destruction du certificat, les droits subsisteront et le certificat sera, le cas échéant, remplacé.

³⁴ Alors que, manifestement, il n'y a pas de droit de propriété sur la page du registre sur laquelle est inscrit le nom du titulaire de l'action ou de l'obligation.

³⁵ F.X. LUCAS, op. cit., no 448,

actions³⁶, thèse hardie difficile à suivre, car le titulaire de l'action, tout comme d'ailleurs le titulaire de l'obligation, a le droit d'exercer certaines prérogatives habituellement attachées aux droits réels. Rappelons que, selon la doctrine classique, le droit réel a comme caractéristique qu'il est opposable à tous, tandis que le droit personnel n'est opposable qu'au débiteur, et que, contrairement au droit personnel, il emporte un droit de suite et un droit de préférence³⁷. Or, en principe, le titre confère à son titulaire un droit de suite et un droit de préférence. Par ailleurs, le droit de son titulaire participe au caractère exclusif, perpétuel et imprescriptible reconnu par la doctrine au droit de propriété³⁸.

38-38. Dans le choix de sa terminologie, le législateur n'a guère suivi une analyse doctrinale, mais a procédé de façon empirique. Il semble parfois s'approcher de la thèse de Ginossar³⁹ qui a estimé que « tout créancier est propriétaire de sa créance, il jouit comme un propriétaire le fait de sa chose » et selon lequel les créances et autres droits incorporels sont susceptibles de propriété. À l'opposé de la doctrine classique, les partisans de Ginossar refusent d'admettre qu'un droit de propriété soit fonction de la «corporalité de la chose » qui en fait l'objet. Ils estiment que la nature corporelle de la chose, objet du droit de propriété, est un dogme purement doctrinal qui repose sur l'utilisation de termes équivoques⁴⁰ et insistent sur ce que le législateur définit le droit de propriété par les prérogatives que ce droit confère sur la chose, objet de propriété, sans préciser que cette chose doit être un objet concret, matériel et corporel. Il est difficile de contredire cette partie de la doctrine lorsqu'elle fait valoir que le législateur a mentionné à plusieurs reprises la notion de propriété de créances ou d'actifs non corporels. Si des auteurs français comme Christine Lassalas peuvent citer à cet égard divers textes français, on constate qu'au Luxembourg la situation est identique. Ainsi, la loi du 1er août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie vise le transfert de propriété de valeurs en précisant que cette notion de valeur comprend les créances, les titres ou autres instruments financiers au sens le plus large et, plus généralement, toute valeur pouvant être inscrite et transférée de compte en compte. Manifestement, cette loi vise la propriété d'actifs non corporels. On peut affirmer qu'il s'agit d'une simple facilité de langage, mais le fait est que les attributs du droit réel tels que

³⁶ F.X. Lucas, op. cit., no 432 et citation sous note 60.

³⁷ MAZEAUD et CHABAS, *Leçons de droit civil*, 12° éd, t. I, n° 164; DE PAGE, *Traité élémentaire de droit civil belge*, 3° éd., t. I, n° 131.

³⁸ BERGEL, BRUSCHI, CIMAMONTI, Traité de droit civil, L.G.D.J., nos 95, 97 et 98.

³⁹ S. GINOSSAR, *Droit réel, Propriété et Créance, Élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, L.G.D.J., 1960. Voy. également la critique de DABIN, «Une nouvelle définition du droit réel », *Rev. trim. dr. civ.*, 1962, 20 et la réponse de S. GINOSSAR, « Pour une meilleure définition du droit réel et du droit personnel », *Rev. trim. dr. civ.*, 1962, p. 573 et s.

⁴⁰ Ch. LASSALAS, op. cit., no 400.

définis par la doctrine classique s'appliquent dans une large mesure à certains des biens incorporels cités. Si on peut estimer que tel n'est pas le cas pour les créances, tel est certainement le cas pour les titres et d'autres droits que la doctrine appelle les droits intellectuels⁴¹. La classification des titres parmi les droits incorporels est retenue par beaucoup d'auteurs, qui estiment qu'un droit réel peut s'exercer sur un bien incorporel⁴². Quant aux titres inscrits en compte, il a été suggéré que le titulaire « a sur la valeur représentée par inscription un droit qui se rattache à la catégorie des droits réels »⁴³.

38-39. Même si on peut partir de l'hypothèse que les diverses interventions du législateur et la position de la jurisprudence sont dues à des facilités de langage et ne reposent pas sur une analyse rigoureuse des concepts, il faut néanmoins admettre que la classification traditionnelle des droits entre droits réels et droits personnels n'est pas complète, et que tant les titres que les droits résultant de l'inscription en compte de ceux-ci participent à ces droits incorporels qui sont proches des droits réels en raison de leurs caractéristiques citées plus haut⁴⁴. L'analyse est d'ailleurs compliquée par le fait que le droit, qualifié de droit réel, s'exerce sur des actifs non individualisés sur lesquels une multitude de déposants peut exercer les mêmes droits⁴⁵. Il est vrai que cette conception est confortée par le droit dont dispose le déposant de réclamer le partage de cette indivision pour autant qu'il est cotitulaire des droits sur les actifs, puisqu'il peut réclamer que les titres en dépôt lui soient livrés⁴⁶. Ce que le législateur a entendu souligner par la formule utilisée dans l'article 6 de la loi de 2001, c'est le fait que le déposant bénéficie des prérogatives qui sont normalement reconnues au titulaire d'un droit réel. Selon la formule utilisée par la Chambre de commerce, « le dépôt de biens fongibles se trouve ainsi qualifié en droit, rassemblant sous une même définition l'idée d'un droit de propriété et celle d'un droit incorporel »⁴⁷.

B. Les limites du droit réel

38-40. Le titulaire d'un compte de titres fongibles ne peut prétendre qu'il a un droit réel à caractère absolu, puisque, selon le troisième alinéa de l'article 6 de la loi, il ne peut faire valoir son droit qu'à l'égard de son dépositaire, limitation qui est une caractéristique essentielle d'un droit personnel. En plus, le déposant

⁴¹ DE PAGE, op. cit., no 133; MAZEAUD et CHABAS, op. cit., no 171.

⁴² Y. Guyon, Droit des affaires, t. 1, Droit commercial général et société, 1994, nº 728.

⁴³ D. SCHMIT, « Le régime actuel des valeurs mobilières », Rev. dr. banc., 1987, p. 42.

⁴⁴ MAZEAUD et CHABAS, op. cit., nº 171.

⁴⁵ D'où l'idée d'une propriété collective ou copropriété mentionnée dans les textes antérieurs.

⁴⁶ Voy. nos 51-53 ci-après.

 $^{^{47}}$ Avis de la Chambre de commerce du 11 janvier 2001 relatif au projet de la loi de 2001, $Doc.\ parl.\ 4695$

n'a pas de droit de suite. Le commentaire des articles explique que cette dérogation au droit commun de la propriété est la conséquence de la fongibilité à laquelle le titre inscrit en compte est désormais soumis. Celle-ci implique que le dépositaire peut poser en rapport avec le titre certains actes juridiques, comme le sous-dépôt par exemple. Toutefois, moyennant un certificat émis par le dépositaire, le déposant pourra faire valoir son titre à l'égard de tous en exerçant son droit de vote lors de l'assemblée générale. Il le fera encore lorsqu'il revendiquera le titre dans le cadre de la liquidation du dépositaire.

38-41. La difficulté provient de ce que l'on est tenté d'examiner en même temps les rapports entre le déposant et le titre déposé et celui entre le déposant et le dépositaire. Vis-à-vis du dépositaire, le déposant exerce un droit qui a des caractéristiques du droit personnel. Par contre, il a, ensemble avec les autres déposants des mêmes titres, un droit réel qui implique notamment un droit de préférence⁴⁸ sur l'actif détenu par le dépositaire. En cas de liquidation du dépositaire, il n'est dès lors pas soumis à la loi du concours pour autant que les titres de même nature font partie des actifs détenus par le dépositaire.

38-42. Par contre, son droit sur le titre déposé n'est qu'un droit réel incomplet dans la mesure où il ne comporte pas de droit de suite, c'est-à-dire le droit permettant au titulaire de suivre la chose qui lui appartient en quelques mains qu'elle se trouve⁴⁹. Pour éviter tout risque systémique⁵⁰, le législateur a pris soin de préciser que la revendication n'est possible qu'au niveau du dépositaire et que le déposant ne peut, dès lors, interférer dans les relations entre le dépositaire et un tiers auprès duquel les titres en question pourraient avoir été déposés ou être détenus en compte. Dans le cadre d'une procédure collective, les droits s'exerceront contre le liquidateur ou tout autre mandataire de justice chargé de la gestion de l'établissement dépositaire. Même dans ce cas, le déposant n'aura pas le droit d'interférer dans les relations entre le dépositaire et l'émetteur ou le sous-dépositaire.

38-43. Alors que le législateur a rattaché la notion de droit réel à la possibilité de revendication des titres en cas de procédure de règlement collectif et à l'impossibilité pour les créanciers personnels du dépositaire de les saisir⁵¹, il

⁴⁸ DE PAGE, op. cit., no 131b.

⁴⁹ Droit qui n'existe pas non plus dans tous les cas lors de l'exercice du droit de propriété sur un meuble corporel, puisque le recours peut être fort limité lorsque le meuble est entre les mains d'un possesseur de bonne foi.

⁵⁰ Le risque systémique est un risque qui peut affecter tout un système, la défaillance d'une partie (en l'espèce, un dépositaire) pouvant entraîner la défaillance de nombreuses autres parties (notamment d'autres dépositaires qui auront fait appel aux services du dépositaire défaillant).

⁵¹ Qui découle implicitement des articles 6 et 7 de la loi de 2001, mais que le législateur aurait bien fait de préciser.

paraît osé de conclure de cette terminologie que le législateur aurait adopté la thèse de Ginossar en effaçant la distinction entre les droits réels et les droits personnels. Si le législateur avait voulu exprimer ce point de vue, la loi ne ferait pas référence à la notion de droit réel qui, dans un tel système, n'a plus de raison d'être. L'usage du concept de la propriété d'une créance mentionnée dans la loi du 1^{er} août 2001 sur le transfert de propriété à titre de garantie semble la suite d'une rédaction malheureuse, plutôt que d'une volonté d'innover dans la théorie des droits réels et personnels. Il s'agit d'une simple facilité de langage qu'il aurait mieux valu éviter⁵².

38-44. De toute façon, il est oiseux de vouloir caractériser les droits que le titulaire pourrait faire valoir sur les titres détenus en compte, aussi longtemps que les titres sont en dépôt fongible. En effet, il ne faut pas perdre de vue que ces titres peuvent être ceux d'émetteurs divers situés dans les différentes parties du monde, soumis à des régimes juridiques différents et que l'analyse que l'on est tenté de faire selon notre système de droit n'est pas forcément exacte selon la loi applicable au titre en question. Par contre, les rapports entre le déposant et le dépositaire établi au Luxembourg et les droits résultant de l'inscription en compte, pour autant qu'ils sont détachables de ceux inhérents au titre lui-même, sont régis par la loi luxembourgeoise. C'est donc la loi luxembourgeoise qui déclare que le titulaire du compte titres a un droit réel de nature incorporelle sur les titres en compte. Mais, selon la loi régissant le titre, le droit dont il est titulaire lorsque le titre lui est livré, que ce soit par tradition d'un certificat, par inscription sur le registre de l'émetteur ou de toute autre manière, pourra être analysé de façon absolument différente. On ne peut exclure que le titulaire ait ainsi un droit à l'égard du dépositaire que notre loi qualifie de réel, mais qui porte sur un droit que la loi applicable au titre qualifie de personnel.

C. L'exercice des droits pendant la durée du contrat

38-45. Comme il a été constaté plus haut, le déposant bénéficie de droits qualifiés de réels, mais amputés de plusieurs caractéristiques traditionnellement reconnues à cette catégorie de droits. De surcroît, ses droits s'exercent sur des biens incorporels. L'exercice des droits se fait généralement à l'égard du dépositaire et par l'intermédiaire du dépositaire. L'article 8 de la loi de 2001 dispose

⁵² À un double titre d'ailleurs, puisqu'on peut, dans le contexte de cette loi, se poser maintenant la question de savoir si le législateur a entendu prohiber le transfert d'un usufruit ou d'une nue-propriété à titre de garantie. Il est difficile de l'admettre. On signalera en passant que l'usufruit n'est pas vraiment un démembrement de la « propriété », puisqu'il existe également la possibilité de créer un usufruit sur un droit personnel, notamment une créance. Vu sous cet angle, on constate que le terme « nue-propriété » provient d'une autre facilité de langage.

que des droits peuvent néanmoins s'exercer directement auprès de ou envers l'émetteur du titre moyennant la production d'une attestation établie par le dépositaire. Le commentaire des articles précise que ces droits comprennent essentiellement l'ensemble des prérogatives permettant au déposant de participer à la vie sociale de l'émetteur. Outre le droit de vote, il s'agit du droit de souscription ou de conversion ou encore du droit d'intenter des actions en responsabilité contre les organes de l'émetteur. En pratique, l'exercice du droit de souscription ou de conversion se fait par l'intermédiaire du dépositaire, qui reçoit des instructions du déposant. Souvent, l'exercice de ces droits est organisé de manière à éviter une intervention directe du déposant, l'exercice de tous les droits de souscription ou de conversion étant centralisé auprès d'un dépositaire.

38-46. Dans ce contexte peut se poser le problème d'un conflit éventuel avec les conditions régissant une émission (ou les dispositions statutaires de l'émetteur). Parfois, celles-ci prévoient que les seules personnes inscrites dans le registre des actions ou obligations tenu par l'émetteur peuvent exercer le droit de vote. Les conditions d'un emprunt peuvent également limiter l'accès aux assemblées d'obligataires aux personnes inscrites comme déposants auprès d'un ou plusieurs systèmes de règlement de titres auprès desquels les titres sont admis. Dans ces circonstances, les dépositaires ont l'obligation de demander les instructions de leurs déposants avant d'exercer le droit de vote pour leur compte. La question se pose néanmoins de savoir si l'émetteur peut refuser l'accès aux assemblées à des personnes qui ne remplissent pas ces conditions, mais auxquelles la loi donne le droit de voter movennant production d'un certificat du dépositaire. Les travaux préparatoires semblent donner la priorité à l'exercice direct des droits par le déposant. Mais cette division des prérogatives du déposant et du dépositaire n'a évidemment de force obligatoire qu'à l'égard des émetteurs luxembourgeois, la loi de 2001 ne pouvant créer des obligations à charge des émetteurs étrangers. Le cas échéant, la loi régissant l'émission ou l'émetteur déterminera les droits qui peuvent être exercés directement par le déposant.

38-47. Quant aux droits économiques liés aux titres, tels celui d'encaisser les revenus ou l'exercice des droits de souscription, la doctrine a rappelé qu'il appartient au dépositaire de les exercer conformément aux dispositions du contrat de louage de services⁵³, ces actes étant toutefois limités aux opérations de gestion conservatoire. Selon le commentaire des articles, le déposant pourrait, en cas de défaillance de l'émetteur dans le paiement d'un montant dû, exercer ces droits directement à l'encontre de l'émetteur, ces droits étant établis

⁵³ JUGLART et IPPOLITO, op. cit., nº 522.

par le certificat du dépositaire. Pour que le déposant soit en mesure d'exercer les droits afférents au titre, la jurisprudence met à charge du dépositaire une obligation d'information dont il faut admettre qu'il s'agit d'une obligation de moyens, par opposition à une obligation de résultat. Parfois, on constate que les conditions générales d'un dépositaire mettent à charge du déposant la responsabilité de suivre les décisions de l'émetteur relatives aux titres. Toute-fois, on peut douter de l'efficacité de telles dispositions contractuelles.

38-48. Dans la mesure où le dépôt est plutôt devenu un contrat de louage de services et qu'à défaut de conservation de certificats la notion de dépôt dans le sens traditionnel du terme ne s'applique plus, il faut bien admettre que les opérations de gestion courante et le suivi des principaux émetteurs sont devenus la principale obligation du dépositaire, même si la surveillance des émetteurs et la recherche des renseignements sur les corporate actions peuvent difficilement s'appliquer à tous les titres qui existent dans le monde. Le dépositaire qui détient des titres étrangers cotés sur les différents marchés mondiaux par l'intermédiaire de ses correspondants étrangers ou de systèmes de règlements de titres (systèmes de clearing) est tributaire de l'efficacité des services de ses cocontractants. Alors qu'une obligation de résultat est difficilement concevable pour un service de recherche de renseignements, le dépositaire a une obligation de diligence dans le choix de ses cocontractants et une obligation de répercuter en temps utile les informations reçues. En plus, le dépositaire a l'obligation d'assister le déposant dans l'exercice de ses droits, notamment par la production de certificats ou par la continuation au déposant de formulaires de procuration, lettres circulaires ou autres avis qui lui sont adressés par les émetteurs, et en demandant des instructions de la part du déposant. Pour ces services, on peut soutenir que le dépositaire a une obligation de résultat. En cas de vente ou transfert, le déposant exerce ses droits en donnant des instructions de vente ou de virement au dépositaire qui a l'obligation de les exécuter avec diligence.

D. Les obligations découlant du contrat de dépôt

38-49. Comme il a été mentionné ci-avant, la notion du contrat de dépôt a évolué, quoique le dépôt classique subsiste si les titres sont matérialisés par des certificats au porteur. Les dépositaires assument, dès lors, les obligations usuelles inhérentes à ce nouveau type de contrat, qui implique une obligation à charge du dépositaire de poser en rapport avec des titres tous les actes de gestion conservatoire nécessaires ou même seulement utiles⁵⁴. Le seul devoir réglementé de manière expresse est celui d'agir en cas de perte ou de destruction de

⁵⁴ Voy. chapitre g de la section I.

titres. Comme l'avait fait précédemment le règlement, la loi de 2001⁵⁵ prévoit que les oppositions et autres actes nécessaires en vue de la reconstitution des titres perdus ou détruits sont à charge du dépositaire. La solution parait évidente. D'une part, les actes en question sont des actes conservatoires que le dépositaire est chargé de poser en vertu de son contrat de louage d'ouvrage. D'autre part, il est difficile, voire impossible d'imposer ces devoirs aux déposants (qui eux-mêmes peuvent être dépositaires pour compte d'autres déposants) en raison de la fongibilité des titres détenus.

38-50. Ce texte confirme que le dépositaire est à traiter comme un titulaire lorsqu'il s'agit de procéder aux formalités nécessaires pour sauvegarder les droits des déposants et reconstituer les titres. On peut se demander si cette disposition a été nécessaire. Elle permet certainement d'éviter toute discussion sur l'habilitation du dépositaire à agir en lieu et place des déposants et éviter qu'on lui oppose le principe que « nul ne plaide par procureur ». Pour assurer la sauvegarde des droits des déposants et l'efficacité du système, la loi de 2001 confirme l'existence de certaines obligations du dépositaire tout en lui réservant le droit de se considérer comme titulaire réel pour pouvoir accomplir les formalités nécessaires.

E. Le droit de revendication

38-51. Les droits du déposant comprennent celui de la revendication. Normalement, ce droit n'est exercé qu'en cas de litige sur la consistance des actifs déposés ou en cas de procédure de concours dans le chef du dépositaire. Aux termes de l'article 7 de la loi de 2001, la revendication s'exerce sur l'ensemble des titres qui sont soit physiquement en dépôt auprès du dépositaire, soit détenus par lui auprès d'autres dépositaires, que ce soit au Luxembourg ou à l'étranger. Curieusement, le législateur paraît avoir oublié le cas des titres nominatifs pour lesquels le dépositaire est inscrit dans le registre de l'émetteur. Il faut toutefois admettre que ces titres sont également visés.

38-52. Le droit de revendication est à exercer contre le dépositaire. Tel sera également le cas dans le contexte d'une procédure de règlement collectif du dépositaire lors de laquelle le liquidateur ou autre mandataire de justice devra faire face à la demande « par versement » des titres au compte ou « autrement » au nom du déposant. Ce transfert des actifs se fera en principe auprès d'un autre dépositaire au Luxembourg ou à l'étranger. L'article 7 de la loi de 2001 donne l'impression que seul le transfert auprès d'un autre dépositaire serait

⁵⁵ Article 13.

possible. Toutefois, si des certificats au porteur sont en dépôt ou si des titres nominatifs sont inscrits au nom du dépositaire, celui-ci (ou, le cas échéant, son liquidateur) devra également satisfaire la demande du déposant par remise au déposant des certificats au porteur ou transfert des titres sur le registre au nom du déposant. Le cas échéant, il appartiendra aux tribunaux d'ordonner que ces transferts soient exécutés.

38-53. Conformément au principe déjà antérieurement inscrit dans le règlement, la revendication s'exerce sur l'ensemble des titres de même nature en dépôt auprès du dépositaire, y compris ceux qui sont en dépôt auprès d'autres dépositaires⁵⁶. Si l'ensemble des titres de même nature est insuffisant pour assurer les restitutions, il y a lieu à partage en nature entre les déposants en proportion de leurs droits. Sur ce point, la loi de 2001 confère au déposant un privilège sur les titres de même nature qui pourraient se trouver dans le patrimoine du dépositaire. On peut dire qu'en cas d'insuffisance des titres destinés à assurer les restitutions, il existe une présomption que les titres de même nature, qui existeraient dans le patrimoine du dépositaire, ont été quasiment détournés. Cette règle ne bénéficie pas seulement aux déposants, mais également aux personnes qui auraient confié de tels titres au même établissement dans le cadre d'un contrat fiduciaire.

38-54. Quant aux créanciers du dépositaire, ils ne peuvent faire valoir leurs droits que sur le solde disponible des titres, ce qui implique que les titres détenus en dépôt auront tous été distribués aux déposants, qu'il aura été fait usage des titres détenus en vertu d'un contrat fiduciaire conformément aux stipulations de ce contrat et qu'éventuellement des titres de même nature du patrimoine du dépositaire auront également été distribués. Ne sont pas compris dans les titres à distribuer aux déposants, ceux dont le dépositaire est propriétaire à titre fiduciaire, qui sont à traiter conformément aux stipulations du contrat y afférent. Les travaux préparatoires précisent que le concept de fiducie auquel se réfère la loi de 2001 doit être entendu au sens large et qu'il englobe les transferts à titre de garantie. De même, ne peuvent être compris dans les titres distribués aux déposants ceux qui ne sont pas à la libre disposition du dépositaire en raison de droits de tiers, tels des créanciers gagistes.

⁵⁶ Ce qui est nécessairement le cas si les titres sont détenus en compte par le dépositaire, donc s'ils sont eux-mêmes dématérialisés.

F. L'insaisissabilité des titres détenus par le dépositaire

38-55. L'existence au profit des déposants d'un droit qualifié de réel implique que les actifs détenus par le dépositaire pour compte des déposants ne peuvent être saisis par les créanciers personnels du dépositaire⁵⁷. Curieusement, on pourrait conclure le contraire de l'article 15 de la loi, qui semble réserver l'insaisissabilité aux seuls actifs en dépôt auprès de dépositaires opérant à titre principal à un système de règlement des opérations sur titre. En effet, selon le texte, aucune mesure d'exécution n'est admise sur les comptes de titres ou instruments financiers en système, à l'exception des mesures d'exécution de gages ou autres sûretés ou garanties accordés par un déposant au dépositaire ou à un tiers. Le texte, copié de la loi belge, vise une hypothèse particulière. Comme l'opérateur d'un système de paiement ou de règlement d'opérations sur titres détient généralement les titres pour compte d'autres dépositaires, les comptes auprès de cet opérateur ne peuvent être saisis⁵⁸. Ce texte vise les comptes par lesquels l'opérateur comptabilise ses obligations de restitution de titres à l'égard de ses déposants. Il ne vise pas les comptes que l'opérateur lui-même détient auprès de tiers⁵⁹. Le texte ne vise pas non plus les titres que l'opérateur pourrait conserver directement sous forme de certificats au porteur dans ses coffres ou sous forme d'inscription dans le registre d'un émetteur en cas de titres nominatifs.

38-56. Mais il faut admettre que les actifs détenus en compte par un dépositaire auprès d'un tiers sous-dépositaire qui appartiennent à ses déposants, sont également insaisissables. Généralement, ces actifs sont comptabilisés par ce sous-dépositaire sous un compte spécifique identifiant la nature du dépôt. Même si tel n'était pas le cas, les droits qualifiés de réels des déposants s'opposent à ce qu'un créancier personnel du dépositaire puisse exercer une voie d'exécution sur des titres en dépôt auprès d'un sous-dépositaire qui n'appartiennent pas au dépositaire. Cette thèse n'est en réalité pas contredite par l'article 15, mais il aurait peut-être mieux valu ne pas créer l'impression que l'insaisissabilité est limitée aux titres en système. Néanmoins, cette disposition a le mérite de rendre d'emblée impossible la saisie d'un compte auprès d'un opérateur de système. Si une telle mesure intervient, l'opérateur de système

⁵⁷ Ce qui veut dire que l'actif proprement dit, à savoir le compte du dépositaire auprès d'un correspondant, ou les certificats physiques déposés ne peuvent être saisis; par contre, on peut évidemment saisir les droits du déposant sur les titres, ce qui signifie que la saisie bloque l'exécution de l'obligation du dépositaire de délivrer les titres au déposant.

⁵⁸ M. VAN DER HAEGEN, « La loi du 7 août 1995 sur les titres dématérialisés », *Rev. prat. soc.*, 1996, p. 23.

⁵⁹ La plupart des comptes de l'opérateur du système étant à l'étranger, ils ne peuvent de toute façon être réglementés par une loi luxembourgeoise.

luxembourgeois n'en tiendra tout simplement pas compte. Par contre, si un compte d'un dépositaire auprès d'un autre sous-dépositaire fait l'objet d'une saisie, il risque de ne pouvoir être débloqué qu'à la suite d'une procédure qui peut prendre du temps.

G. Le problème de la localisation des titres

38-57. En pratique, des difficultés peuvent survenir en raison de la nécessité d'obtenir à l'étranger la reconnaissance des droits des titulaires d'un compte fongible et notamment du caractère insaisissable des actifs détenus par un dépositaire pour compte de ses déposants. Des titres peuvent être détenus physiquement à l'étranger (en cas de certificats au porteur ou d'inscriptions nominatives) ou matérialisés par une inscription en compte auprès d'un dépositaire étranger. Parfois, des titres peuvent également représenter une obligation d'un obligé situé à l'étranger dont le dépositaire est le titulaire à titre fiduciaire pour compte des déposants. Alors que, par hypothèse, la loi de 2001 s'applique aux relations entre un dépositaire situé au Luxembourg (quelle que soit sa forme juridique et qu'il soit ou non une société de droit luxembourgeois ou de droit étranger), il n'est pas certain que le juge étranger analyse les droits du déposant et du dépositaire conformément au droit luxembourgeois. Le problème pouvait être considéré comme résolu au niveau de la Communauté européenne, puisque plusieurs directives⁶⁰ ont expressément reconnu que la lex loci rei sitae applicable aux titres en compte est la loi du lieu de l'établissement du dépositaire et qu'on ne saurait saisir les actifs d'un déposant qu'auprès du dépositaire direct.

38-58. Toutefois, à la suite de pressions des États-Unis d'Amérique⁶¹, ce système cohérent vient d'être battu en brèche par la nouvelle Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire⁶². Cette Convention de La Haye détermine la loi applicable à

⁶⁰ Notamment la directive 98/26/CE du Parlement et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, la directive 2001/24/CE du Parlement et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, et la directive 2002/47/CE du Parlement et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

⁶¹ Apparemment, les négociateurs américains, afin de faire valoir leur point de vue, ont argumenté que, de nos jours, il serait impossible de localiser l'établissement (siège ou succursale) auprès duquel sont centralisés les rapports contractuels et tenus les comptes. Il est surprenant que les négociateurs européens n'aient pas rappelé qu'aux États-Unis les tribunaux n'ont à ce jour pas eu de difficultés de le faire lorsqu'il s'agissait d'organiser une procédure de règlement collectif d'une succursale américaine d'une banque étrangère (comme dans le cas BCCI), alors que, pour les besoins de cette procédure, ces succursales sont traitées comme entités juridiques distinctes avec des actifs propres et leurs propres déposants.

⁶² Texte publié sous http://hcc.net/f/conventions/text36f.html

diverses situations, dont la nature juridique et les effets à l'égard d'un dépositaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres en compte, la condition d'opposabilité d'un transfert de titres et le rang des divers droits sur des titres détenus auprès d'un dépositaire. Alors que les directives avaient retenu comme critère de rattachement la situation de l'établissement cocontractant (le cas échéant, une succursale d'un établissement située dans un pays tiers par opposition au siège), la Convention de La Haye se réfère à la loi convenue dans la convention de compte comme étant applicable à celle-ci. Il est vrai qu'en pratique, cette loi est normalement celle du lieu géographique de l'établissement et que, selon la Convention de La Haye, une autre loi ne peut s'appliquer qu'à la condition qu'au moment de la conclusion du contrat l'établissement en question ait un établissement dans l'État dont la loi est déclarée applicable. Toutefois, la Convention de La Haye ne requiert pas que cet établissement soit celui qui effectue les inscriptions en compte de titres dans le cadre de ce contrat, mais il suffit que l'établissement du pays dont la loi est choisie exerce à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de comptes de titres. En d'autres termes, une banque luxembourgeoise ayant une succursale à New York pourrait choisir le droit de l'État de New York pour régir la convention de compte régissant les relations entre le siège et ses clients, si la succursale de New York tient des comptes titres pour ses propres clients. En ce cas, le droit de New York serait applicable pour définir la nature juridique des droits résultant du crédit de titres comptabilisé auprès du siège à Luxembourg. Il en serait évidemment de même pour une succursale luxembourgeoise d'une banque de New York qui comptabiliserait au Luxembourg dans un compte titres des titres (éventuellement luxembourgeois) d'un client luxembourgeois.

38-59. En plus, la Convention de La Haye prévoit qu'elle ne régit cette situation que jusqu'au moment de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité et qu'elle ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel relative à l'exercice des droits sur les titres en compte à partir de l'ouverture d'une telle procédure. Ainsi, le choix d'une loi étrangère par rapport au lieu de l'établissement où le compte a été ouvert peut donner lieu à des situations aberrantes. En effet, si la loi choisie par le contrat entre parties prévoit une solution différente de la loi du lieu où se trouve l'établissement teneur de comptes, il est peu logique de déclarer, dès l'ouverture d'une procédure de règlement collectif, qu'à partir de cette date les droits des déposants se trouvent modifiés, puisqu'ils seront dès lors à interpréter conformément à la loi applicable à cet établissement.

38-60. On aurait pu comprendre que la Convention de La Haye se réfère à la loi du siège d'un dépositaire, loi qui pourrait être appliquée d'une manière uniforme en cas de procédure de règlement collectif. Toutefois, pareille solution est

inopportune, puisque, dans la Communauté européenne, le tribunal du lieu de la succursale peut avoir compétence pour ordonner des mesures de règlement collectif en rapport avec la succursale d'un établissement d'origine non communautaire⁶³ et ce système est également pratiqué ailleurs, notamment aux États-Unis.

38-61. Il est dès lors souhaitable qu'une réglementation oblige les établissements luxembourgeois à assurer la sécurité juridique de leurs déposants par le choix du droit luxembourgeois pour tous les contrats de dépôts conclus avec un établissement luxembourgeois, qu'il s'agisse du siège ou d'une succursale d'un établissement étranger, communautaire ou non.

H. Le nantissement des titres dématérialisés

38-62. Dès 1971, le règlement avait adapté les règles relatives au gage des titres en prévoyant que la dépossession du débiteur n'avait plus besoin d'être assurée par un transfert matériel des titres, mais s'effectuerait par la voie de l'inscription. Ce point a été précisé lors de la réforme de 1994. Depuis, il suffit que, dans les livres du dépositaire, les valeurs gagées soient désignées comme telles. Le nouveau texte a encore simplifié la procédure, dans la mesure où les titres peuvent être désignés individuellement ou collectivement par référence au compte comme étant gagés. Il confirme le caractère mixte du droit du déposant, droit personnel dans la mesure où il ne s'exerce pas directement sur la chose, mais contre la personne du déposant, droit néanmoins qualifié de réel parce qu'opposable aux tiers dans le cadre d'une faillite ou d'une procédure d'exécution. Le caractère de fongibilité ne permettant pas d'identifier les titres gagés dans la masse des titres détenus par le dépositaire, ce n'est donc que par référence aux obligations de livraison documentées dans la comptabilité du dépositaire que la constitution du gage peut être organisée. C'est, en somme, le droit de recevoir la livraison des titres qui est mis en gage, plus que les titres eux-mêmes, puisqu'ils ne sont pas identifiables. Ceci est le corollaire de ce que les actifs détenus par le dépositaire sont à considérer comme insaisissables et ne font pas partie de sa masse en cas de liquidation collective. C'est en vertu du même raisonnement que la loi du lieu de l'établissement du dépositaire doit être considérée comme la *lex loci rei sitae* applicable à l'exécution du gage. Toutefois, dans un même contexte se pose le problème de l'application des nouvelles règles prévues par la Convention de la Haye citée plus haut.

 $^{^{63}}$ Directive 2001/24 CE du Parlement et du Conseil du 4 avril 2001 dont la transposition est en cours.

I. Un cas particulier: la livraison différée

38-63. Comme la loi de 2001 est censée s'appliquer aux produits dérivés, l'article 10 reprend une solution du règlement (introduite lors de la réforme de 1994) qui traite des titres et instruments dont l'inscription en compte ne peut définitivement intervenir qu'au moment du dénouement d'une opération financière. La situation du compte titre fongible est assimilée à celle du compte courant et en cas de situation de concours du dépositaire, les créanciers personnels de celui-ci ne peuvent faire valoir leurs droits sur le solde disponible des titres⁶⁴ qu'après que les titres faisant l'objet de transactions qui impliquent qu'ils soient affectés d'un engagement conditionnel, d'un engagement à terme ou d'un engagement dont le montant reste à déterminer, sont entrés définitivement dans le compte.

38-64. On peut douter de la pertinence de cette disposition. D'une part, on ne voit pas pourquoi, dans une loi sur le dépôt de titres fongibles, le législateur se préoccupe de la situation des créanciers personnels du dépositaire, alors que ce texte ne sert pas à délimiter les droits des déposants par rapport à ceux des autres créanciers. D'autre part, le texte ne devrait guère connaître d'application pratique et son interprétation n'est pas évidente. En effet, il vise les contrats financiers à terme (futures), les contrats prévoyant une livraison à terme ou les contrats d'option. Dans le contexte de tels contrats, la livraison éventuellement prévue (situation rare) est effectuée à l'échéance, de sorte qu'avant celle-ci, les titres ne sont tout simplement pas disponibles. Seul existe un droit de revendication éventuel ou futur qui ne peut normalement être exercé que contre paiement du prix d'achat.

38-65. Si des titres sont affectés à des opérations semblables, notamment si un établissement financier a concédé une option sur des titres en portefeuille ou s'il les a cédés par une vente à terme de gré à gré ou (cas rare) par une vente moyennant un contrat standardisé à terme (futures) prévoyant une livraison de titres, alors la situation du compte n'est généralement pas affectée par cette opération. Aussi est-il normal, pour ce genre d'opérations, que l'établissement doive garantir ses obligations par des dépôts de garantie ou par la mise en gage des titres sous-jacents. Pour le cas où l'établissement aurait pu faire ces opérations sans constituer les sûretés usuelles, on peut se demander si ce texte crée au profit des contreparties un privilège en ce sens que ces titres, s'ils étaient entrés dans une partie distincte du compte de l'établissement (auprès d'un sous-dépositaire ou d'un système de règlement de titres), ne seraient disponibles au profit des créan-

⁶⁴ Consistant en titres appartenant au dépositaire, à l'exclusion des titres en dépôt ou détenus à titre fiduciaire, voy. chapitre E de la section II.

ciers qu'au moment de la réalisation de la condition de détermination du montant ou de l'échéance du terme. Il est difficile de l'admettre. Ce texte vise une situation où les titres n'appartiennent pas à l'établissement et ne lui seront livrés qu'à l'échéance du contrat. Il est donc logique qu'ils ne seront à disposition des créanciers qu'au moment où ils auront été crédités sur le compte du dépositaire auprès de son sous-dépositaire ou d'un système de règlement. Si des titres sont effectivement sur le compte du dépositaire et destinés à être livrés à un tiers en vertu d'un tel contrat sans être gagés au profit de ce tiers, ces titres devront être pris en considération comme faisant partie de la masse et des droits des parties établis à cette date, à moins que le liquidateur ne soit spécifiquement autorisé à exécuter le contrat parce que tel est l'intérêt de la masse.

Conclusion

38-66. On peut considérer qu'il est regrettable que le législateur ait suivi l'exemple de la loi belge sans préalablement avoir poussé l'analyse des concepts et que, dès lors, la loi de 2001 est susceptible d'être rendue plus cohérente. Il est toutefois indéniable qu'elle a le mérite d'édicter un ensemble de règles qui confèrent aux opérations sur titres fongibles un maximum de sécurité juridique. L'interprétation en est largement facilitée par les travaux préparatoires et elle s'inscrit dans un mouvement de réforme européen qui se concrétise par plusieurs directives. Si elle n'a pas vraiment innové, elle a permis de clarifier le débat sur des points essentiels. Elle constitue sans nul doute l'une des bases du développement des affaires dans le domaine de la conservation des titres et de la titrisation au Grand-Duché de Luxembourg.

Toutefois, suite à la malencontreuse solution adoptée par la Convention de la Haye susmentionnée, elle n'est plus nécessairement destinée à s'appliquer à toutes les situations pouvant exister entre un établissement dépositaire au Luxembourg et son client, à moins que les autorités prudentielles n'imposent la solution de la logique à tous les acteurs de la place financière.