

LE CADRE JURIDIQUE DES SYSTEMES DE REGLEMENT DES OPERATIONS SUR TITRES EN DROIT LUXEMBOURGEOIS

INTRODUCTION

1. Pour la plupart, les systèmes européens de règlement des opérations sur titres (parfois également appelés systèmes de règlement-livraison de titres) ont été créés initialement pour les besoins d'un marché domestique et, en l'absence d'un cadre supranational de réglementation en la matière, ces systèmes étaient quasi-exclusivement régis par les dispositions nationales.
2. Bien que le nombre restreint d'émetteurs de valeurs mobilières luxembourgeoises ne justifiait pas nécessairement la création d'un système de règlement-livraison de titres national, le Grand-Duché de Luxembourg a été choisi à la fin des années 1970 comme lieu d'implantation d'un système de règlement-livraison pour des titres internationaux, avec la constitution sur son territoire, le 28 septembre 1970, de la société Cedel.
3. La présence au Grand-Duché d'un International Central Securities Depository¹ explique l'adoption du Règlement Grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières (ci-après le « Règlement de 1971 »). Cette législation a permis au Luxembourg de se doter très rapidement d'un cadre légal compétitif dans le domaine du règlement-livraison de titres, demeuré inchangé jusqu'en 1994².
4. Avant d'exposer plus en détail le cadre juridique luxembourgeois actuel, il convient de présenter un aperçu historique de son évolution et de s'interroger sur les différentes sources de droit qui ont conduit à l'adoption de la loi du 12 janvier 2001³, (ci-après la « Loi »), objet principal de la présente étude.
5. L'adoption du Règlement de 1971 concernant la circulation des valeurs mobilières a donné au Luxembourg un premier cadre juridique⁴. L'objectif premier du

¹ ICSD : dépositaire central international de titres.

² Règlement Grand-ducal du 8 juin 1994, *Mémorial A-52*, du 27 juin 1994, doc. Parl. 3880, p. 1001. Une modification du Règlement de 1971 par un autre Règlement Grand-ducal du 18.12.1981 avait pour objet l'application du régime de fongibilité aux métaux précieux.

³ Loi du 12 janvier 2001 portant transposition de la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres dans la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier et complétant la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier.

⁴ Le choix de procéder par Règlement Grand-ducal s'explique aisément, comme la procédure réglementaire est plus sommaire que la procédure législative. Comme nous le savons, le recours à la technique du Règlement Grand-ducal procède de part sa nature d'une délégation de pouvoirs par le législateur à l'exécutif à l'effet de réglementer certaines matières par la voie de loi d'habilitation. Cette procédure est une procédure législative d'exception (celle de « l'arrêté-loi ») mais surtout en principe plus rapide que la

Règlement de 1971 était d'introduire un régime de fongibilité des valeurs mobilières par leur inscription en compte, permettant au dépositaire de restituer des valeurs mobilières de même nature sans concordance de numéro, et ce pour des valeurs d'émetteurs luxembourgeois ou étrangers. En matière de gage, le Règlement de 1971 prévoyait également un régime de mise en possession par inscription à un compte spécial ouvert auprès du dépositaire.

6. Dans la mesure où, à l'époque de l'implantation de Cedel au Luxembourg, l'Allemagne avec le *Depotgesetz* du 4 février 1937, la France avec le régime du Décret du 4 août 1949 (portant création de la SICOVAM, aujourd'hui Euroclear France) et la Belgique avec l'arrêté royal du 10 novembre 1967 connaissaient déjà un principe de fongibilité, il y avait urgence à doter le Luxembourg d'un cadre juridique comparable à celui de ses voisins. En effet, un régime d'individualisation de titres avec attribution de numéros et conservation sous dossier séparé pour chaque client (ce qui est d'application pour un système opérant sous un régime de non-fongibilité) rend un système de règlement-livraison de titres plus coûteux et moins rapide pour les utilisateurs.

7. Des modifications du Règlement de 1971, intervenues en 1994, ont apporté une définition extensive de la notion de valeur mobilière. Elles ont élargi le champ d'application du droit luxembourgeois aux gages constitués auprès d'un dépositaire luxembourgeois. Elles ont institué un privilège légal en faveur des dépositaires gérant un système de compensation ou de liquidation sur les avoirs déposés auprès d'eux par les participants au système.

En 1996⁵, des modifications additionnelles ont confirmé l'application de la loi luxembourgeoise aux titres déposés au Grand-Duché de Luxembourg indépendamment du lieu de situation du sous-dépositaire des titres, par l'introduction d'une fiction selon laquelle le lieu de situation des biens est réputé être le lieu de dépôt des titres, à savoir le Grand-Duché de Luxembourg. Le même règlement a introduit une modification en terme de réalisation de gage entre professionnels du secteur financier en abolissant l'exigence d'une mise en demeure préalable à la réalisation du gage.

8. Si ces modifications successives avaient pour objectif la compétitivité de la place financière par rapport à d'autres juridictions, comme notamment la Belgique (qui avait accueilli dès l'année 1968 le système Euroclear par le siège bruxellois de Morgan Guaranty Trust Company of New York), des modifications importantes opérées lors de l'élaboration de la Loi sont intervenues sous l'empire de diverses sources de réglementations européennes et internationales et, sous l'impulsion d'instances internationales à caractère non-législatif.

9. Il convient d'apporter quelques précisions sur l'influence de diverses instances internationales dont les travaux sont destinés à renforcer l'architecture financière internationale. Bien qu'ils soient dépourvus de pouvoir normatif, ces groupes de travail

voie législative ordinaire. Elle requiert l'avis du Conseil d'Etat qui doit être obligatoirement demandé, de même que celui de la Commission de travail de la Chambre. Le second avis doit être conforme.

⁵ Règlement grand-ducal du 7 juin 1996, *Mémorial A-42*, 28 juin 1996, doc. Parl. 4028, p. 1242.

internationaux émettent des codes de conduite à l'attention de la communauté financière européenne ou internationale. Le cadre fixé par ces instances, qualifié parfois de *softlaw*, requiert une importation vers les systèmes juridiques nationaux pour devenir une norme juridiquement contraignante. Leur rôle est cependant non négligeable car les travaux de certains organismes ont largement guidé les mesures adoptées par les législateurs en la matière, y inclus le législateur communautaire.

Il s'agit principalement des organismes multilatéraux, tels que la Bank of International Settlement (ci-après « BIS »), organisation internationale de banques centrales servant de forum pour la coopération monétaire internationale qui accueille les secrétaires permanents de plusieurs groupes d'experts comme le Basel Committee on Banking Supervision et le Committee on Payment and Settlement Systems (ci-après « CPSS »), aujourd'hui le CPSS-IOSCO⁶.

10. Les travaux effectués par la BIS ont abouti aux rapports suivants :

- Le rapport Lamfalussy, publié en novembre 1990⁷, sous l'égide du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement a analysé les questions affectant les systèmes de compensations transfrontalières et multidevises et a établi des normes minimales, des objectifs plus généraux pour la conception et l'exploitation de tels systèmes ainsi que des principes relatifs à l'exercice, par les banques centrales, d'un suivi concerté (à savoir le *oversight*) des systèmes incombant à la banque centrale nationale de l'Etat qui accueille ce système⁸. A la suite de ce rapport, les gouverneurs des banques centrales des pays du G10 ont décidé la création du CPSS, constituant aujourd'hui un des trois comités permanents des gouverneurs des banques centrales du G10.

- Dans une deuxième étape, le CPSS s'est penché dans un rapport en date de septembre 1992⁹ sur les différents modèles de livraison contre paiement *delivery versus payment* (ci-après « DVP ») qui peuvent exister au niveau des systèmes de règlement d'opérations sur titres. Dans le rapport Lamfalussy, le DVP avait été identifié comme le principal moyen pour éviter ou réduire le *principal risk*¹⁰, lui-même considéré comme étant la source potentielle majeure du risque systémique, c'est-à-dire le « risque selon lequel la non-solvabilité ou le défaut d'une institution et l'incapacité de cette institution d'honorer ses obligations à l'échéance qui en résulte, amène la non-solvabilité ou le défaut d'une autre institution »¹¹. Une telle défaillance pouvant entraîner de graves problèmes de liquidité ou de crédit et menacer ainsi la stabilité des marchés financiers ou

⁶ International Organization of Securities Commission.

⁷ Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of Group of Ten Countries, Basle November 1990 ("Lamfalussy report"), BIS Basle.

⁸ "Host-country central bank presumption".

⁹ Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems, BIS Basle, September 1992.

¹⁰ Risque selon lequel le vendeur d'une valeur mobilière est dans la capacité de livrer la valeur mobilière mais non de recevoir le paiement ou que l'acheteur d'une valeur mobilière peut faire le paiement mais pas réceptionner la livraison de la valeur mobilière (cf. CPSS report September 1992, page 1)

¹¹ Cf. Lamfalussy report 1990, partie B, 1.5 et « Recommandations pour les systèmes de règlement de titres », *glossaire*, BIS Basle, novembre 2001.

la confiance qu'ils inspirent, la réduction de ce risque systémique est aujourd'hui un souci majeur du secteur.

- Alors que les rapports de 1990 et 1992 s'étaient concentrés sur le régime applicable aux transactions entre participants d'un même système, un rapport ultérieur de 1995¹² a analysé les risques inhérents au dénouement transnational de transactions. Ce rapport souligne l'importance des liens existant entre les différents systèmes, notamment les liens entre dépositaires internationaux de titres et dépositaires nationaux et les implications de ces liens en matière de risque systémique.

- Parmi les rapports du CPSS, il convient également de mentionner les *Recommendations for securities settlement systems* émises au mois de janvier 2001 (rapport des comités de travail joints de CPSS-IOSCO comprenant des représentants de 28 banques centrales et 18 autorités nationales de supervision). Ce rapport identifie à travers 19 recommandations et notes explicatives des standards minima, applicables aux systèmes de règlement dénouant des transactions tant nationales qu'internationales.

11. Parmi l'ensemble de ces rapports, c'est principalement le rapport Lamfalussy qui a directement inspiré les rédacteurs de la Directive 98/26/EC du 19 mai 1998¹³, transposée par la Loi en droit luxembourgeois, dans la mesure où ce rapport a démontré l'importance du risque systémique.

12. Au niveau du droit communautaire, le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres a été identifié comme une des tâches fondamentales du Système européen de banques centrales (ci-après « SEBC »), composé de la Banque centrale européenne (ci-après « BCE »), et des banques centrales des Etats membres. Ceci est reflété en particulier par deux dispositions considérées comme d'une importance particulière, à savoir d'une part l'article 105.2 du Traité instituant la Communauté économique européenne, qui dispose que « les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à [...] promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement »¹⁴ et, d'autre part, l'article 22 des statuts du SEBC, qui dispose que « [...] la BCE peut arrêter des règlements en vue d'assurer l'efficacité et la solidité des systèmes de compensation et de paiement au sein de la Communauté et avec des pays tiers »¹⁵.

13. A côté de ce pouvoir attribué à la BCE d'adopter les instruments législatifs nécessaires pour la mise en oeuvre des tâches fondamentales assignées au SEBC, le Conseil européen et le Parlement européen ont compétence pour l'adoption de règles juridiques dans le domaine de l'industrie bancaire et de la prestation de services financiers, y compris dans le domaine des systèmes de paiement et règlement sur titres. La Directive 98/26/EC du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement

¹² Cross-border securities settlements, BIS Basle, March 1995.

¹³ *Journal officiel* n° L 166 du 11/06/1998 p. 0045 – 0050.

¹⁴ Article 105 (2) du Traité sur l'Union européenne et du Traité instituant la Communauté européenne.

¹⁵ Article 22 du Protocole sur les statuts du Système européen des banques centrales et de la Banque centrale européenne.

dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, (ci-après la « Directive »), a été adoptée dans ce contexte.

14. Les objectifs principaux de la Directive sont (i) l'élimination des risques juridiques auxquels les systèmes sont exposés, en tenant compte de l'importance du risque systémique, (ii) le bon fonctionnement des systèmes (en veillant à ce qu'il ne soit pas affecté par l'application d'une loi étrangère sur les faillites) et (iii) l'efficacité juridique accrue des garanties. La Loi s'inscrit donc également dans cette perspective. Tant la Directive que la Loi visent les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres sans opérer de distinction suivant la nature du système. La présente étude est consacrée aux seuls systèmes de règlement des opérations sur titres.

15. Postérieurement à l'adoption de la Loi, deux autres lois sont venues compléter l'environnement juridique des systèmes de règlement des opérations sur titres au Luxembourg :

- Il s'agit à titre principal de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles¹⁶ abrogeant le Règlement de 1971. Cette loi fixe les droits des déposants et le régime du gage sur titres et autres instruments financiers ainsi que les règles applicables aux dépositaires opérant un système de règlement des opérations sur titres.

- Dans une moindre mesure, il convient également de mentionner la loi du 1^{er} août 2001¹⁷ qui a pour objectif la mise en place d'un cadre attractif pour les transferts de propriété effectués à titre de garantie, permettant notamment aux professionnels de la place luxembourgeoise d'être partie aux contrats financiers internationaux standardisés dans des conditions juridiques mieux sécurisées, cette sécurité juridique étant d'un intérêt majeur pour les règlements des opérations sur titres.

PREMIERE PARTIE : LA NOTION DE SYSTEME DE REGLEMENT DES OPERATIONS SUR TITRES

16. Il convient, à titre préliminaire, de préciser le sens de certains termes relatifs aux systèmes de règlement des opérations sur titres.

17. Les dispositions de la Loi trouvent application au niveau de l'exécution des transactions sur valeurs mobilières. Ces transactions entre un acheteur et un vendeur peuvent être conclues soit sur un marché réglementé (p. ex. une bourse) ou en dehors d'un tel marché (p. ex. une transaction *over-the-counter*).

18. Au niveau du mécanisme d'exécution, il convient de distinguer deux étapes successives :

¹⁶ *Mémorial A*, n° 106, 31 août 2001, p. 2180.

¹⁷ *Mémorial A*, n° 106, 31 août 2001, p. 2183.

- La première étape est celle de la liquidation (ou *clearing*), qui peut se définir comme le fait pour un système de règlement-livraison de calculer les obligations respectives des parties pour l'échange de titres et d'espèces. Ce mécanisme ne donne pas lieu à un mouvement de titres ou d'espèces entre les comptes des participants impliqués dans la transaction.
- Lors d'une seconde étape intervient alors le règlement (ou *settlement*), procédé par lequel les titres et les espèces correspondants sont livrés et crédités sur le compte approprié. La conséquence légale du processus de règlement est que les obligations respectives calculées lors de la liquidation sont exécutées¹⁸.

TITRE 1 : Dimension territoriale

Compte tenu de l'aspect transfrontalier très marqué des systèmes, la Directive a préconisé l'insertion de dispositions extra-territoriales relatives tant au champ d'application de ses dispositions qu'à l'édiction de règles de conflits de lois. Ces dernières seront examinées dans la deuxième partie de l'étude. En conséquence, la Loi est applicable aux systèmes luxembourgeois (il s'agit des systèmes ayant reçu l'agrément de la Commission de surveillance du secteur financier [ci-après la « CSSF »] ou des systèmes agréés de plein droit, dans les conditions exposées au titre 2 ci-après.

La Loi produit également ses effets sur les participants selon les distinctions suivantes.

Section 1 : Participants étrangers à un système luxembourgeois

19. La Loi est applicable aux participants étrangers à un système luxembourgeois, que ce participant soit situé dans un Etat membre ou dans un pays tiers à l'Union européenne.

Section 2 : Participants luxembourgeois à un système étranger

20. S'agissant des systèmes communautaires, les participants luxembourgeois sont explicitement soumis aux dispositions de la Loi.

21. S'agissant des systèmes étrangers non communautaires, la Directive, par son considérant 7, a évoqué la possibilité pour les Etats membres de conférer un effet extra-territorial aux lois de transposition, en étendant leur application aux institutions nationales participant directement à des systèmes de pays tiers à l'Union européenne ainsi qu'aux garanties constituées par ces institutions dans ce cadre, afin de faire bénéficier les systèmes tiers de leurs dispositions légales protectrices (lesquelles seront examinées dans la deuxième partie de l'étude).

¹⁸ Cf. Les Opérations boursières en Europe : vers un droit commun, *Cahiers AEDBF/ESBFL-Europe*, Clearing and Settlement-Practical Aspects, Bruylant 2002.

Au Luxembourg, la Loi ne prend pas position sur ce point contrairement par exemple à la Belgique qui a choisi d'étendre explicitement la protection légale aux entités belges participant à des systèmes tiers.

TITRE 2 : Dimension matérielle

22. La Loi contient un corps de règles qui s'appliquent en présence d'un système de règlement des opérations sur titres. Afin d'assurer une certaine sécurité juridique quant à son champ d'application, la Loi, à l'instar de la Directive, identifie ce qui constitue et caractérise un système et les titres objets des opérations traitées par le système.

Chapitre 1 : Notion de « système »

Après avoir précisé la définition légale d'un système dans la première section de ce chapitre, les développements des sections suivantes seront consacrés respectivement à l'agrément préalable, au contrôle continu des systèmes et, enfin, aux conditions auxquelles doivent répondre les systèmes.

Section 1 : Définition

23. Aux termes de l'article 34-2 de la Loi, un système signifie un accord formel régi soit par le droit luxembourgeois, agréé en tant que système de paiement ou système de règlement des opérations sur titres et notifié en tant que système à la Commission européenne, soit par le droit d'un autre Etat membre, désigné en tant que système et notifié à la Commission européenne par cet autre Etat membre.

24. Au-delà de la définition légale, la Banque centrale du Luxembourg (ci-après la « BCL ») distingue parmi les systèmes de règlement des opérations sur titres en général, ceux bénéficiant d'un système de paiement intégré.

La catégorie des systèmes de règlement avec système de paiement intégré, à laquelle se rattache le système luxembourgeois, présente la particularité d'intégrer dans le règlement la partie transfert de fonds, tandis que dans les autres systèmes il est procédé au transfert de titres de façon indépendante, l'aspect transfert de fonds ayant été préalablement effectué en dehors de ce système. Ainsi, dans le système Clearstream Banking Luxembourg SA (ci-après « Clearstream ») - au moins en ce qui concerne les transactions internes, c'est-à-dire celles entre deux participants au système - le dénouement est réalisé par voie de transfert scriptural (ou *book-entry*) dans les comptes ouverts dans les livres de Clearstream sur une base paiement-contre-livraison (ou *delivery-versus-payment*). Tant la partie titres que la partie espèces d'une transaction sont traitées de façon simultanée, qu'il s'agisse de transactions du marché primaire ou secondaire.

La loi du 1^{er} Août 2001 relative à la circulation de titres et autres instruments fongibles constitue le support juridique pour le dénouement par virement de compte à

compte entre participants au système. Cette loi fixe en particulier la nature et l'étendue des droits des déposants de titres et autres instruments financiers.

25. Liés à la nature intégrée du système, certains services connexes sont fournis en son sein, en particulier en matière de facilités financières, de prêts de titres et plus généralement de techniques de mobilisation de titres aux fins de garantie des obligations contractées dans le système.

Section 2 : L'agrément préalable des systèmes

26. Le droit luxembourgeois pose des conditions dépassant les strictes exigences de la Directive, d'une part, en requérant la nécessité de bénéficier d'un agrément, et d'autre part, en instaurant un contrôle prudentiel des systèmes.

I. Justification de l'agrément

27. Dans ses dispositions finales, la Directive prévoit que les Etats membres peuvent soumettre les systèmes relevant de leur compétence à des exigences de contrôle ou d'autorisation.

Le législateur luxembourgeois a suivi cette voie, ce choix ayant été justifié essentiellement au regard du risque systémique. Pour autant, le régime d'agrément est simplement facultatif mais avec pour contrepartie que seuls les accords agréés peuvent se prévaloir du titre de système de règlement des opérations sur titres. Selon toute vraisemblance, un système d'une certaine envergure non agréé finirait par se trouver écarté du marché, faute de pouvoir présenter la sécurité offerte par les systèmes agréés.

II. Obtention de l'agrément

28. A l'origine du projet parlementaire, il était envisagé d'attribuer compétence exclusive à la CSSF tant pour la délivrance de l'agrément que pour la surveillance prudentielle des systèmes luxembourgeois. La BCE et la BCL, consultées sur le projet de Loi, ont alors fait valoir qu'une attribution exclusive de compétence à la CSSF heurterait les principes de l'eurosystème selon lesquels les banques centrales nationales et la BCE sont investies en vertu des textes communautaires (en particulier l'article 105 (2) du Traité et l'article 22 des statuts du SEBC)¹⁹ d'une mission d'*oversight* non seulement sur les systèmes de paiement mais également sur les systèmes de règlement des opérations sur titres.

29. Prenant ces avis en considération, des amendements gouvernementaux ont été adoptés afin de réserver expressément les missions et compétences que le droit communautaire a directement conférées à la BCL et au SEBC en général²⁰. En

¹⁹ Cf. supra introduction n°13

²⁰ Tout en soulignant qu'il n'appartient pas au législateur luxembourgeois d'apprécier ou de réitérer les missions confiées par le droit communautaire aux banques centrales et au SEBC en général. Si, notamment,

conséquence, deux situations doivent être distinguées selon que le système a, ou n'a pas, pour participant la BCL ou toute autre entité faisant partie du SEBC.

30. Les systèmes luxembourgeois sont notifiés à la Commission européenne respectivement par la BCL ou par la CSSF.

La liste de l'ensemble des systèmes est tenue par la CSSF²¹.

A. Agrément de plein droit des systèmes auxquels la BCL participe

31. Pour les motifs exposés ci-dessus, les systèmes auxquels participe la BCL (ou toute autre entité du SEBC) sont dispensés de suivre la procédure d'agrément et sont considérés comme agréés de plein droit au Luxembourg dès notification de leur existence à la Commission européenne par les soins de la BCL.

32. A ce jour, un seul système luxembourgeois de règlement des opérations sur titres a été notifié à la Commission européenne par la BCL le 12 février 2001 dont l'opérateur est la société Clearstream.

B. Procédure d'agrément ministériel des autres systèmes

33. S'agissant des autres systèmes, l'agrément est accordé par le Ministre ayant dans ses attributions la CSSF (sur demande écrite de l'opérateur du système), après instruction par les services de la CSSF sur le respect des conditions légales. L'avis de la BCL est sollicité sur les aspects de risque systémique. L'agrément peut être retiré dès lors que les conditions pour son octroi ne sont plus satisfaites.

Section 3 : Le contrôle continu des systèmes

I. Surveillance prudentielle de la CSSF

34. Le contrôle exercé a priori par la voie de l'agrément ministériel est prolongé du contrôle continu dans le cadre de la surveillance prudentielle exercée par la CSSF.

S'appuyant sur des critères avancés par la BCE et la BCL pour délimiter la surveillance prudentielle et la mission d'*oversight* des entités du SEBC²², l'article 47-1 de la Loi dégage l'objet et les objectifs de la surveillance prudentielle. Cette surveillance porte sur la stabilité opérationnelle et financière de chaque système ainsi que sur celle des participants, avec pour objectif la stabilité du système financier dans son ensemble. A ce titre, la CSSF doit veiller à l'application des règles de fonctionnement et à la mise en œuvre des procédures de règlement et des procédures de gestion des risques dont sont dotés les systèmes sous sa responsabilité.

le Traité et les statuts du SEBC visent bien les systèmes de paiement, les systèmes de règlement des opérations sur titres ne sont en revanche pas expressément mentionnés.

²¹ L'établissement de cette liste n'est pas formellement intervenu à ce jour.

²² Projet de loi 4611/01, avis de la Banque Centrale Européenne du 20 janvier 2000.

II. Surveillance de la BCL

35. Les systèmes auxquels la BCL participe, sont exclus du champ de surveillance prudentielle exercée par la CSSF. Demeure cependant le contrôle prudentiel exercé sur les participants en raison de leur qualité d'établissements de crédit ou autres professionnels du secteur financier.

36. Suivant la logique de la hiérarchie des normes, et compte tenu du fait que la BCL tient ses pouvoirs de textes européens, le législateur national n'a pas encadré la mission de contrôle incombant à la BCL. Le dispositif de supervision mis en place par la BCL repose essentiellement sur les normes et recommandations émises par les organismes internationaux et met l'accent sur le devoir d'auto-appréciation des opérateurs ainsi que sur le respect des meilleures pratiques du marché en ce domaine. Ce dispositif est exposé dans des circulaires émises par la BCL, notamment :

- La circulaire BCL 2001/163 relative aux questions de compétence de la BCL et d'exercice de sa mission en matière de surveillance des systèmes²³.

- La circulaire BCL 2001/168 à laquelle se trouve annexé le document de politique générale et de procédures élaboré par la BCL²⁴.

- La circulaire BCL 2002/172, relative à la protection des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres contre le crime et le terrorisme²⁵. Cette circulaire vise à s'assurer du respect des obligations imposées par la législation en la matière à l'ensemble des intermédiaires financiers. Elle requiert la traçabilité des opérations effectuées par le système, c'est-à-dire la capacité de retracer le cheminement des ordres de transfert et, par ce biais, d'identifier le participant introducteur et le participant receveur des transferts de somme d'argent, de propriété ou autres droits portant sur des titres.

37. Si le respect des règles repose essentiellement sur l'autorité morale de la BCL, celle-ci pourrait, en cas de violation, appliquer des mesures telles que déclarations publiques, ou, en cas extrême, information de la Commission européenne et sortie du système, ce qui par voie de conséquence entraînerait la perte du titre de système.

Section 4 : Les conditions auxquelles doivent répondre les systèmes

38. La Loi édicte un certain nombre de conditions auxquelles doit répondre tout système prétendant à l'obtention puis au maintien de son agrément ministériel en tant que

²³ Circulaire BCL 2001/163 du 23 février 2001 concernant la surveillance par la Banque centrale des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg.

²⁴ Circulaire BCL 2001/168 relative à la politique et aux procédures en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg.

²⁵ Circulaire BCL 2002/172 relative à la protection des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

système de règlement des opérations sur titres. A ce titre, il est à relever que ces conditions ne visent en principe que les systèmes auxquels la BCL n'est pas partie. Toutefois, il apparaît que les règles posées par la BCL gouvernant les systèmes auxquels elle participe présentent des conditions similaires à celles de la Loi.

Les deux autorités peuvent, en outre, en vertu de leur loi organique respective procéder à des échanges d'informations, sans encourir le risque de violation des règles relatives au secret professionnel auxquelles elles sont assujetties²⁶.

I. Conditions organisationnelles

39. Le système est un accord formel qui doit comporter des règles communes ainsi que des procédures normalisées pour l'exécution d'ordres de transfert entre participants (portant soit sur des espèces soit sur des titres).

Les participants doivent avoir choisi de soumettre le système au droit luxembourgeois.

40. Les règles doivent être détaillées et adéquates au regard de la nature et du volume des activités ainsi que du nombre de participants envisagé.

Plus spécialement, elles doivent définir les conditions d'admission et d'exclusion des participants, leurs droits et obligations, fixer le moment où un ordre de transfert est introduit dans le système, le moment à partir duquel un tel ordre ne peut plus être révoqué, préciser le mode de règlement des ordres de transfert, établir les procédures de règlement applicables en situation ordinaire et en situation de crise, des procédures de gestion des risques, indiquer la juridiction compétente en cas de litige et désigner la ou les personnes responsables, interlocutrices de la CSSF.

41. Bien que cela ne soit pas formellement mentionné dans la Loi, le système peut opérer en toutes devises.

42. La Loi confère à toute personne ayant un intérêt légitime un droit d'information vis-à-vis d'une institution établie au Luxembourg quant aux systèmes auxquels cette institution participe et à leurs principales règles de fonctionnement.

II. Conditions quant aux intervenants

43. En principe, le système doit être composé de trois participants au moins auxquels peuvent s'ajouter un organe de règlement²⁷, une contrepartie centrale²⁸, une chambre de

²⁶ Pour la BCL, loi du 23 décembre 1998, article 33 (2) et pour la CSSF, loi du 23 décembre 1998, article 16.

²⁷ « Organe de règlement » signifie une entité qui met à la disposition d'institutions ou d'une contrepartie centrale participant aux systèmes des comptes de règlement par lesquels les ordres de transfert dans ces systèmes sont liquidés et qui, le cas échéant, octroie des crédits à ces institutions ou contreparties centrales à des fins de règlement.

compensation²⁹ ou un participant indirect³⁰ et désigner un opérateur du système. L'un au moins des participants doit avoir son siège social au Luxembourg.

44. Par exception, un système peut être agréé bien que ne comportant que deux participants dès lors que des raisons d'ordre systémique le justifient³¹.

- Les participants sont des institutions (pour la majeure partie institutions professionnelles du secteur financier) chargées d'exécuter les obligations résultant d'ordres de transfert portant soit sur des espèces soit sur des titres circulant au sein du système.

Six catégories éligibles au titre d'institutions sont énumérées par la Loi, à savoir : les établissements de crédit agréés dans un Etat membre, (y compris les établissements énumérés à l'article 2, paragraphe 2 de la directive 77/780/CEE³²), les entreprises d'investissement agréées dans un Etat membre³³, les entreprises de pays tiers correspondant à ces deux premières catégories, les organismes à caractère public, les entreprises contrôlées opérant sous garantie de l'Etat, ou enfin certaines grandes entreprises ayant un accès direct aux marchés financiers assimilées pour l'application de la Loi à des institutions professionnelles, pour autant que cela soit notamment justifié pour des raisons d'ordre systémique.

- Le système doit désigner un opérateur, dont le siège social doit être établi au Luxembourg ou dans un autre Etat membre de l'Union européenne. Il s'agit d'une condition formelle supplémentaire de la Loi, non requise en tant que telle par la Directive. Au Luxembourg, les opérateurs de systèmes constituent une nouvelle catégorie de professionnels du secteur financier qui n'est accessible qu'aux établissements de crédit ou autres professionnels du secteur financier.

²⁸ « Contrepartie centrale » signifie une entité qui est l'intermédiaire entre les institutions d'un système et qui agit comme contrepartie exclusive de ces institutions en ce qui concerne leurs ordres de transfert.

²⁹ « Chambre de compensation » signifie une organisation chargée du calcul de la position nette des institutions, d'une éventuelle contrepartie centrale ou d'un éventuel organe de règlement.

³⁰ La notion de participant indirect ne sera pas analysée plus avant car elle se réfère au système de paiement.

³¹ Il s'agit en particulier des conventions de banques correspondantes.

³² Au Luxembourg, ce sont en l'état les établissements visés par l'article 1^{er} de la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier telle que modifiée, la Poste et la Banque centrale du Luxembourg. Sur ce point, il est intéressant de noter que le texte de la Loi diffère légèrement de celui de la Directive. La Loi en indiquant « y compris » pourrait à notre sens laisser la possibilité que de nouveaux établissements de crédit (qui ne seraient pas visés par l'article de référence dans la directive 77/780/CEE) puissent être des institutions et donc des participants aux systèmes. L'extension du champ de la Directive pourrait de ce point de vue être limitée car l'article 2 b) précise « les établissements tels que définis à l'article 1^{er}, premier tiret de la directive 77/780/CEE, y compris [...] ». Cette rédaction a en particulier conduit les instances européennes à s'interroger sur la possibilité d'admettre l'application de la Directive aux établissements de monnaie électronique.

³³ À l'exclusion des celles énumérées à l'article 2, paragraphe 2, lettres a) à k) de la directive 93/22/CEE.

- L'opérateur est l'élément central en charge, seul ou avec d'autres, du bon fonctionnement du système et il est l'interlocuteur privilégié des autorités. Il peut s'agir ou non d'un participant au système.

- La BCL identifie également les agents techniques définis comme les prestataires de services auxquels un opérateur a confié, ou auprès desquels des systèmes ont centralisé, une partie significative de l'infrastructure opérationnelle ou informatique.

45. Bien que cette catégorie ne soit pas autonome dans la Loi, des dispositions spécifiques sont applicables aux dépositaires opérant à titre principal un système de règlement des opérations sur titres, ci-après le « dépositaire-opérateur ». Ces dispositions sont exprimées aux articles 14 à 18 de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et autres instruments fongibles.

Ainsi, un principe aggravé de ségrégation des avoirs pèse sur le dépositaire-opérateur. Outre l'obligation de droit commun qui impose à tout dépositaire de comptabiliser séparément de son patrimoine et hors bilan les titres fongibles reçus en dépôt ou tenus en compte, le dépositaire-opérateur doit tenir séparés des titres et instruments financiers qu'il a reçus en dépôt ou en compte ceux reçus en rapport avec le système qu'il opère. Les comptes de titres et autres instruments financiers en système sont insaisissables, sauf s'il s'agit d'exécuter une sûreté consentie par le déposant au dépositaire-opérateur ou à un tiers.

D'autres règles fixent le caractère libératoire des paiements de dividendes, d'intérêts, de capitaux échus ou d'autres sommes échues faits par un émetteur de titres au dépositaire-opérateur - étant précisé que ces sommes sont insaisissables par les créanciers du dépositaire-opérateur - puis des paiements faits par ce dernier aux déposants.

46. L'article 18 de la loi autorise le dépositaire-opérateur à créditer définitivement des titres au compte d'un participant sur base d'un engagement irrévocable et inconditionnel fourni par une banque centrale, un autre opérateur de système ou un établissement de crédit agréé, en qualité de sous-dépositaire, de livrer lesdits titres au dépositaire-opérateur. Les titres ainsi inscrits en compte de manière anticipative peuvent être utilisés par le participant avant leur livraison finale.

Cette faculté a suscité des réactions notamment de la BCL qui y a décelé un danger potentiel pour la sécurité des systèmes et, en conséquence, a obtenu de Clearstream de n'y recourir qu'avec l'autorisation préalable et écrite de la BCL. La portée pratique de cet article sera donc limitée à des circonstances exceptionnelles.

47. Enfin, un privilège spécial garantit les créances du dépositaire-opérateur qui sera examiné plus en détail au chapitre 2 du titre 2 de la deuxième partie de l'étude.

48. Au Luxembourg, le seul système notifié à ce jour est opéré par Clearstream, anciennement Cedel. Suite à une offre de rachat de titres en juillet 2002, la société est aujourd'hui contrôlée par Deutsche Börse AG.

Les participants au système sont des institutions tant luxembourgeoises qu'étrangères, essentiellement des banques, entreprises d'investissements, banques centrales et autres dépositaires centraux de titres. Les institutions souhaitant participer au système, doivent respecter un certain nombre de critères (valeur nette de l'institution, capital, structure légale, réputation du management, risque pays sous-jacent).

L'agent technique pour les services opérationnels et informatiques est la société Clearstream Services.

49. En tant que dépositaire central de titres, Clearstream a été désignée par la BCL pour le traitement des titres utilisés dans les opérations de crédit du SEBC au Luxembourg (transfert de titres pour les opérations de politique monétaire, mises en gage de titres pour les paiements dans Target³⁴, administration de nouvelles émissions pour la BCE au sein du marché luxembourgeois). Ces services sont regroupés sous le nom de « Luxclear ». Les titres éligibles à la mise en gage par la BCL peuvent être des titres domestiques ou des titres étrangers détenus de manière transfrontalière. Dans cette dernière hypothèse, l'utilisation des titres étrangers est possible soit du fait de l'existence de liens entre systèmes, soit dans le cadre du modèle de banque centrale correspondante. Dans le cadre de ce modèle, chaque banque centrale intervient pour le compte des autres banques centrales en qualité de conservateur pour les titres acceptés par son dépositaire local ou dans son système de règlement³⁵.

Chapitre 2 : Notion de titres et instruments financiers

La notion de titre est au cœur de la matière puisqu'il s'agit de procéder au sein du système à l'exécution d'opérations sur titres.

Section 1 : Au Luxembourg

50. Suivant la méthode retenue par la Directive, la Loi ne donne pas de définition de la notion de titre mais procède par renvoi à l'énumération de la section B de l'annexe II de la loi du 5 avril 1993, qui détaille ainsi les instruments constitutifs de titres :

- « 1. a) Valeurs mobilières.
b) Parts d'un organisme de placement collectif.
2. Instruments du marché monétaire.
3. Les contrats financiers à terme (futures) y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces.
4. Les contrats à terme sur taux d'intérêt (FRA).
5. Les contrats d'échange (swaps) sur taux d'intérêt, sur devises ou les contrats d'échange sur des flux liés à des actions ou à des indices d'action (equity swaps).

³⁴ Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System, système de paiement européen, reliant entre eux les quinze systèmes de paiement nationaux et le mécanisme de paiement de la BCE

³⁵ *Rapport annuel BCL, 2002*

6. Options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de la présente section de l'annexe, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont comprises en particulier dans cette catégorie les options sur devises et sur taux d'intérêts ».

51. Outre le règlement d'opérations sur les instruments financiers de l'annexe II de la loi du 5 avril 1993, la Loi permet, en conformité avec la Directive, que les systèmes exécutent des ordres relatifs à d'autres instruments financiers dès lors que cela s'avère justifié pour des raisons de risque systémique. Sont visés, en particulier, des ordres relatifs à des opérations portant sur des matières premières telles que l'or ou le pétrole. Cette pratique doit néanmoins restée limitée aux vœux des dispositions légales.

52. D'autres normes luxembourgeoises font également référence à la notion de titres ou d'instruments financiers :

- En particulier, la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles se réfère également, en son article 1^{er}, aux titres et autres instruments financiers au sens le plus large, c'est-à-dire à ceux qui sont reçus en dépôt ou tenus en compte par un dépositaire et qui sont déclarés fongibles. La volonté de donner à cette loi le champ d'application le plus vaste possible, s'est ainsi traduite par l'abandon de la référence à la notion de valeurs mobilières qui était celle du Règlement de 1971, pour lui préférer celle de titres et autres instruments financiers³⁶.

- Dans la continuité des dispositions de l'article 2 (1) du Règlement de 1971, la Loi expose, en son article 1^{er}, 2^e alinéa, les conditions que doivent remplir ces titres et autres instruments financiers pour être qualifiés de fongibles. Ainsi, « sont réputés fongibles les titres et autres instruments financiers reçus en dépôt ou tenus en compte auprès d'un dépositaire sans indication de numéros ou d'autres éléments d'identification individuels ».

53. La même définition large a été retenue pour l'autre loi du 1^{er} août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie.

Section 2 : Dans les pays voisins

La voie suivie dans les pays voisins, quant à la définition des titres, s'inscrit dans une logique similaire à celle du Luxembourg.

I. En Belgique

³⁶ Il avait été envisagé initialement de définir lesdites notions. Le commentaire initial des articles précisait que : « par "titre" ou "autre instrument financier" il faut entendre tout support documentaire ou scriptural dans lequel sont incorporés un ou plusieurs droits contre un émetteur. Ce sont des instruments d'investissement et de placement contrairement aux billets de banque et aux effets de commerce qui constituent des instruments de paiement ou de crédit et qui ne sont pas visés par le présent projet ». Cependant cette approche a finalement été abandonnée afin de laisser une ouverture la plus large possible à tous les titres susceptibles de circuler sur une base fongible

54. La loi belge transposant la Directive ne définit pas la notion de titres, mais renvoie à la notion d'instruments financiers, qui doivent être compris dans le sens de la loi du 6 avril 1995³⁷. L'article 1^{er} de celle-ci fournit une liste quasiment identique à la liste luxembourgeoise, à l'exception de la notion de valeurs mobilières à laquelle il n'est pas renvoyé, cette notion étant remplacée par celle d'actions, obligations et autres valeurs négociables à l'exception des moyens de paiement.

Cette distinction entre instruments de paiement et d'investissement est préconisée par la doctrine belge pour fonder la différenciation des catégories de titres négociables selon leur fonction économique³⁸.

55. Cette distinction est également utilisée par la Directive 2002/47/CE³⁹ concernant les contrats de garantie financière, arrêtée en vue d'instaurer un régime communautaire applicable aux garanties remises sous forme d'espèces ou d'instruments financiers, en vue de favoriser l'intégration du marché financier et la stabilité du système financier européen. Les Etats membres disposent d'un délai expirant le 27 décembre 2003 pour transposer en droit interne les dispositions de cette Directive.

II. En France

56. En droit français, l'article L.211-1 du Code monétaire et financier procède également par énumération pour définir les instruments financiers⁴⁰. Il est à noter que la notion de valeur mobilière n'y apparaît qu'incidemment alors que l'article L.211-2 définit les valeurs mobilières comme étant « les titres émis par des personnes morales, publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès, directement ou indirectement, à une quotité du capital de la personne morale émettrice ou à un droit de créance général sur son patrimoine ». Cet article ajoute que sont également des valeurs mobilières, les parts de fonds communs de placement et de fonds communs de créance.

³⁷ Loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placement.

³⁸ Van Ryn et Heenen, principes de droit commercial, t III, 2^{ème} édition, N° 83.

³⁹ Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JO 27 juin 2002, L 168/49.

⁴⁰ Article L.211-1 I. Les instruments financiers comprennent 1. Les actions et autres titres donnant ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote, transmissibles par inscription en compte ou tradition ; 2. Les titres de créance qui représentent chacun un droit de créance sur la personne morale qui les émet, transmissibles par inscription en compte ou tradition, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ; 3. Les parts ou actions d'organismes de placements collectifs ; 4. Les instruments financiers à terme ; 5. Et tous instruments financiers équivalents à ceux mentionnés aux précédents alinéas, émis sur le fondement de droits étrangers. II. Les instruments financiers à terme sont : 1. Les contrats financiers à terme sur tous effets, valeurs mobilières, indices ou devises, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces ; 2. Les contrats à terme sur taux d'intérêt ; 3. Les contrats d'échange ; 4. Les contrats à terme sur toutes marchandises et denrées ; 5. Les contrats d'options d'achat ou de vente d'instruments financiers ; 6. Tous autres instruments de marché à terme. III. Les instruments financiers ne peuvent être émis que par l'Etat, une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de créances.

DEUXIEME PARTIE : LA PROTECTION DES SYSTEMES DE REGLEMENT DES OPERATIONS SUR TITRES

57. L'objectif des dispositions légales est de contribuer au fonctionnement efficace des systèmes de règlement des opérations sur titres, et particulièrement de réduire les incertitudes juridiques inhérentes aux aspects transfrontaliers du système. En effet, les participants à un système encourent des risques particuliers, analysés par les groupes de travail internationaux notamment le CPSS, relayés au Luxembourg par la BCL⁴¹.

Peuvent être cités, en particulier, le risque crédit (dû au défaut d'un participant, généralement pour cause d'insolvabilité, qui peut se matérialiser par la perte des titres livrés au participant avant la connaissance de son insolvabilité), le risque de liquidité (qui constitue le fait pour un acheteur de ne pas recevoir les titres espérés à l'échéance et la nécessité pour celui-ci d'emprunter des titres de la même espèce afin de lui permettre d'honorer ses propres obligations de livraison) et le risque systémique.

Le risque systémique est celui que la réalisation des risques de crédit et de liquidité, par les situations de défauts qu'elle peut engendrer, constitue une source de perturbation du système dans son entier, ainsi que, par ricochet, des autres systèmes de paiement et de règlement-livraison et des marchés de titres eux-mêmes. Plus que la simple protection d'un participant donné dans un système, le but visé est la protection du système financier dans son ensemble⁴².

58. La protection des systèmes mise en place par la Loi tend d'une part à assurer le caractère définitif du règlement de la transaction, d'autre part à renforcer la force des garanties constituées au sein du système. Enfin, et au-delà même de ces deux aspects particuliers, cette protection vise à réduire les perturbations auxquelles risquent d'être exposés un système et ses participants en cas d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant, en particulier par l'édiction de règles de conflit de lois. Ces différents points feront l'objet des 3 prochains titres de cette étude.

Titre 1 : Le caractère définitif du règlement

Le caractère définitif du règlement est assuré par l'édiction de deux règles tendant à limiter les possibilités de remise en cause des instructions transmises au système par les participants, à savoir en premier lieu l'irrévocabilité des ordres de transfert et, en second lieu, la validité et l'opposabilité de la compensation.

Chapitre 1 : L'irrévocabilité des ordres de transfert

⁴¹ BCL, Cahier d'études n°7 « The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight ».

⁴² Le risque associé avec le défaut de compensation effective d'une transaction est souvent appelé *Herrstatt risk* du nom de la Bankhaus Herrstatt dont le défaut le 26 juin 1974 a eu des conséquences sur tout un ensemble de contreparties de cette banque. On peut citer comme autres exemples la défaillance de la banque Drexel Burnham Lambert en 1990, de la BCCI en 1991 et de la Barings en 1995.

Seront successivement exposés la définition de l'ordre de transfert et le principe d'irrévocabilité.

Section 1 : La définition de l'ordre de transfert

59. Selon les dispositions de l'article 34-2 (j) de la Loi, l'ordre de transfert est défini comme « l'instruction donnée par un participant de mettre à la disposition d'un destinataire une somme d'argent par le biais d'une inscription dans les livres d'un établissement de crédit, d'une banque centrale ou d'un organe de règlement ou toute instruction qui entraîne la prise en charge ou l'exécution d'une obligation de paiement telle que définie par les règles de fonctionnement du système ».

Sont ainsi couvertes toutes les instructions transmises par un participant au système de règlement-livraison, par lesquelles ce participant demande au système de procéder, pour son compte, à la disposition de ses actifs, espèces ou titres, quelle que soit la nature de la transaction sous-jacente, cause de ces instructions.

60. Il convient ici de relever que la plupart des transactions dénouées par les systèmes de règlement-livraison requiert des instructions concordantes entre l'ordre de transfert du participant qui livre un actif et l'ordre de réception émanant de sa contrepartie qui reçoit ce même actif.

Section 2 : Le principe d'irrévocabilité

61. L'article 61-2 (1) de la Loi dispose qu'un ordre de transfert ne peut plus être révoqué ou remis en cause à partir du moment de son introduction dans le système. Le moment d'introduction dans le système doit être défini par les règles de fonctionnement du système.

62. En posant ce principe, l'objectif de la Loi est de conférer aux ordres de transfert un caractère tel, qu'une fois un ordre valablement introduit dans le système, aucun événement ultérieur ne peut venir remettre en question sa validité. Ainsi, le système pourra procéder au dénouement des transactions sur la base des instructions reçues avec l'assurance pour le système et ses participants que ces instructions et le dénouement des transactions en résultant ne seront plus remis en cause.

63. L'irrévocabilité de l'ordre de transfert suppose donc en premier lieu l'acceptation de l'ordre par le système. Cette acceptation est en principe automatique dès lors que l'ordre a été transmis selon les moyens admis par celui-ci (par exemple une instruction SWIFT) et qu'il est valable (à savoir qu'il comporte tous les éléments d'information requis par le système pour ce type de transaction). En second lieu, il est nécessaire que les règles de fonctionnement du système définissent le moment d'introduction de l'ordre de transfert dans le système, c'est-à-dire le moment qui fige l'irrévocabilité.

Le système dispose sur ce point d'une totale liberté pour la détermination de ce moment, avec pour contrainte que ce moment soit connu des participants s'agissant d'une règle importante et impérative de fonctionnement.

64. La force du principe d'irrévocabilité réside d'une part dans le fait qu'il est opposable erga omnes et d'autre part qu'il est applicable même en cas d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant, partie à la transaction, dès lors que l'introduction de l'ordre de transfert dans le système est intervenue avant le moment d'ouverture de la procédure d'insolvabilité.

65. Si les ordres de transferts ont été introduits après le moment d'ouverture de la procédure d'insolvabilité et qu'ils ont été exécutés le jour de cette ouverture, ils ne produisent leurs effets que pour autant que l'opérateur puisse prouver, après le moment du règlement, qu'il n'avait pas connaissance et qu'il n'était pas tenu d'avoir connaissance de l'ouverture de cette procédure.

66. L'irrévocabilité de l'ordre de transfert au niveau du système de règlement-livraison laisse néanmoins toute liberté aux participants ou aux tiers (tels un commissaire, liquidateur ou autre organe similaire) d'engager des actions en remboursement ou en restitution du chef d'une transaction litigieuse, par exemple sur le fondement d'une action en répétition de l'indu ou d'une action basée sur l'enrichissement sans cause dans les pays de droit civil, ou encore en se basant sur une erreur technique ou encore par application de l'article 445 du Code de commerce. Mais ces actions seront diligentées à l'extérieur du système de règlement-livraison. Ainsi, les participants seront en principe libres d'introduire dans le système un nouvel ordre de transfert qui annule, dans ces effets, l'ordre de transfert initial devenu irrévocable.

67. Dans les règles de fonctionnement du système opéré par Clearstream, le moment de l'irrévocabilité d'une instruction (titres ou espèces) est défini comme le moment où les instructions sont « extraites du système de négociation pour être traitées dans le système de règlement ». Les règles précisent qu'à raison de leur irrévocabilité « les instructions se rapportant à ce cycle de traitement ne peuvent plus être modifiées ou annulées après ce moment »⁴³.

68. Un ordre de transfert est donc de nature révocable pendant un certain temps après que cet ordre soit parvenu techniquement au système. Il devient irrévocable juste avant que cette instruction ne soit prise en compte pour le règlement. Dans un environnement de dénouement se situant en général entre j+1 jour et j+5 jours ($T+1$ et $T+5$), plusieurs jours peuvent ainsi s'écouler entre la transmission d'une instruction vers le système Clearstream et le moment où cette instruction devient irrévocable.

69. Il est important de noter que le fait qu'une instruction soit devenue irrévocable ne garantit pas, en tant que tel, le dénouement effectif de la transaction à laquelle se rapporte l'instruction. En effet, juste avant le dénouement, le système procédera à certaines vérifications (telles que la disponibilité suffisante de titres, d'espèces, de facilités

⁴³ Voir Bulletin d'Information Clearstream daté du 7 mai 2002.

financières ou de prêts de titres des participants à cette transaction). Seules les transactions pour lesquelles les participants ont les disponibilités titres et espèces adéquates seront effectivement dénouées dans le système de règlement.

Chapitre 2 : La validité et l'opposabilité de la compensation

70. La compensation, au sens de la Loi, signifie la conversion des créances et des obligations résultant d'ordres de transfert qu'un ou plusieurs participants émettent en faveur d'un ou plusieurs autres participants (ou reçoivent de ceux-ci) en une créance ou en une obligation nette unique, de sorte que seule une créance nette peut être exigée ou une obligation nette peut être due. Le mécanisme correspond au mécanisme de compensation des articles 1289 et suivants du code civil.

71. Techniquement, cela revient à calculer un solde créditeur ou débiteur net pour chaque participant vis-à-vis du système ou des autres participants sur base des créances et obligations respectives de ces participants entre eux. Ces dispositions ne trouvent pour l'instant pas réellement d'application pratique en matière de règlement-livraison au Luxembourg, dans la mesure où le système Clearstream opère sur une base brute par opposition à un système de règlement net recourant au procédé de compensation.

72. Il importe néanmoins, pour la clarté de l'étude, de délimiter le champ d'application de la Loi avec la loi du 9 mai 1996 relative à la compensation de créances dans le secteur financier qui a introduit les articles 60 à 61-1 dans la loi du 5 avril 1993⁴⁴.

73. La loi du 9 mai 1996 a pour objet d'asseoir la validité juridique de la compensation conventionnelle telle que prévue par des accords de *netting*, bi- ou multi-latéraux et d'affirmer son opposabilité aux tiers, y compris en cas de faillite et de situations d'insolvabilité analogues. Cette disposition est capitale pour la protection des contreparties d'établissements financiers ou autres professionnels déclarés en état d'insolvabilité, dans la mesure où les contrats des marchés financiers internationaux prévoient souvent le *netting* pour le dénouement du contrat en cas de défaillance d'une partie.

74. Le champ d'application des deux textes peut, en conséquence, différer quant aux personnes assujetties et quant à la nature des opérations visées. Du point de vue de la théorie juridique, la Loi, qui ne régit que les opérations effectuées dans le cadre d'un système de règlement d'opérations sur titres, doit être traitée comme loi spéciale par rapport à la loi générale du 9 mai 1996.

75. La Loi complète le dispositif de protection initié par l'irrévocabilité des ordres de transfert en ajoutant qu'à compter du moment de l'introduction d'un ordre de transfert dans le système, la compensation ne peut plus être remise en cause pour quelque raison que ce soit, nonobstant toute disposition législative, réglementaire, contractuelle ou usuelle qui prévoit l'annulation des contrats et des transactions conclues avant le moment d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité.

⁴⁴ *Mémorial A*, n°35, 29 mai 1996.

La Loi assure ainsi la valeur juridique et l'opposabilité aux tiers de la compensation, également en cas d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre d'un participant engagé dans la compensation.

TITRE 2 : Efficacité des garanties

Outre les principes assurant le caractère définitif du règlement, la protection des systèmes est également recherchée à travers une efficacité accrue des garanties.

Section 1 : La notion de garanties

76. La Loi définit la notion de garantie comme suit : « tout élément d'actif réalisable, y compris de l'argent, fourni dans le cadre d'un nantissement, d'un accord de pension, d'un transfert fiduciaire ou d'un accord analogue, ou d'une autre manière, dans le but de garantir les droits et obligations susceptibles de se présenter dans le cadre d'un système [...] ».

77. Cette définition appelle quelques observations sur le plan de la théorie juridique.

La Loi retient une conception large de la notion de garantie fondée sur l'objectif recherché par les parties. Elle consacre une approche économique et non juridique de la garantie.

78. Au Luxembourg, les opérations susceptibles d'être qualifiées de garantie au sens de la Loi sont notamment celles gouvernées par les dispositions sur le gage commercial, en particulier le gage sur titres et autres instruments financiers réglementés par l'article 9 de la loi du 1^{er} août 2001 y relative, les transferts de propriété à titre de garantie régis par la loi du 1^{er} août 2001 y relative, qu'il s'agisse ou non de contrats fiduciaires au sens de la loi du 27 juillet 2003 (ayant abrogé le Règlement grand-ducal du 19 juillet 1983), les opérations de mise en pension conformément à la loi du 21 décembre 1994.

79. Au sein du système Clearstream, différentes opérations conduisent à la constitution de garanties, ces opérations étant par ailleurs destinées à renforcer l'efficacité du règlement. Des garanties peuvent ainsi être constituées lorsqu'un participant bénéficie d'une facilité financière consentie par Clearstream pour lui permettre de satisfaire ses obligations de paiement dans le cadre d'une autre transaction. De même, sont mises en place des opérations de prêt de titres, soit automatiques, soit consenties pour une opération spécifique destinées à permettre à un participant de satisfaire à son obligation de livraison. Dans cette hypothèse, des titres appartenant à un autre participant sont prêtés au participant devant livrer les titres moyennant constitution d'une garantie.

Section 2 : Le rang des garanties

80. L'article 17 de la loi du 1^{er} août 2001 relative à la circulation des titres, s'attache au privilège consenti au dépositaire-opérateur, en déterminant l'assiette et le rang de ce privilège.

81. Les dépositaires-opérateurs bénéficient d'un privilège sur tous les titres, créances, monnaies et autres droits qu'ils détiennent en compte en rapport avec le système qu'ils opèrent comme avoirs propres d'un participant, non grevés de garanties dûment notifiées au, ou acceptées par, le dépositaire-opérateur. Ce privilège garantit les créances des dépositaires-opérateurs sur un participant au système, nées à l'occasion du règlement ou de la liquidation des opérations sur titres et autres instruments financiers ou de la compensation y relative. Ce privilège n'est primé par aucun privilège général ou spécial, excepté ceux repris à l'article 2101 du Code Civil.

82. L'adoption de cet article a donné lieu à des débats parlementaires importants. En effet, la question a été posée de savoir si le privilège du dépositaire-opérateur pouvait être primé par le créancier bénéficiant d'une garantie en relation avec les obligations naissant dans le cadre d'un système et celles fournies aux banques centrales de l'eurosysteme.

Quoique le libellé de l'article ne soit pas complètement explicite sur ce point, la difficulté a été tranchée en faveur du créancier bénéficiaire de la garantie par l'introduction d'une formalité de notification au - ou d'acceptation du - dépositaire-opérateur. Cette exigence de notification ou d'acceptation est une exception au principe posé par la même loi en matière de constitution de gages sur titres entre professionnels selon lequel la dépossession est valablement faite par l'inscription des titres à un compte avec mention du gage affectant ces titres, la notification ou l'acceptation n'étant que facultative.

83. En conséquence, le privilège de l'article 17 ne porte que, premièrement, sur les avoirs propres du déposant auprès du dépositaire-opérateur (et non sur les avoirs clients du déposant) et, deuxièmement, au sein de ses avoirs propres, sur les avoirs disponibles c'est-à-dire n'ayant pas été donnés en garantie par le déposant au profit d'un participant au système. Le choix de cette solution a été justifié par des considérations de protection contre les risques systémiques.

Section 3 : L'immunité des garanties en cas d'insolvabilité du participant constituant

84. La protection apportée par la Loi consiste à maintenir l'efficacité des garanties nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'égard du participant ayant constitué la garantie. Ceci signifie que la garantie peut être réalisée pour satisfaire les obligations de la partie défaillante même si la loi de la faillite de ce constituant contenait des dispositions suspendant ou restreignant les poursuites individuelles. Cette disposition est applicable, y compris si les biens sur lesquels porte la garantie, sont situés dans le pays d'ouverture de la procédure d'insolvabilité. Le bénéficiaire de la garantie est en outre dispensé de solliciter l'autorisation préalable des organes de la procédure de faillite. Il s'agit là d'une disposition exorbitante du droit commun.

85. Dans le même esprit de protection des systèmes et de prévention du risque systémique mis en place par la Directive, la loi du 1^{er} août 2001 sur le transfert de propriété à titre de garantie prévoit que les dispositions inhérentes aux procédures de faillite, liquidation ou autre situation de concours des créanciers, ne font pas obstacle à l'exécution des obligations des parties c'est-à-dire, en général, pour le cessionnaire, à son obligation de rétrocéder les valeurs et, pour le cédant, à son obligation de paiement.

La loi fait, à cet égard, preuve d'ambition en étendant cette solution aux cas de survenance de procédure d'insolvabilité étrangère affectant l'une des parties à la transaction. L'aspect extraterritorial de cet article trouvera logiquement ses limites, si l'exécution doit en être obtenue ou poursuivie dans un pays étranger dont le droit national d'ordre public est incompatible avec la disposition luxembourgeoise.

86. La Loi accorde également la même protection aux banques centrales des Etats membres, ou à la BCE, titulaire de garanties constituées en leur faveur dans le cadre d'opérations effectuées en leur qualité de banques centrales. Ces garanties sont réalisables sans préjudice du privilège spécial institué par l'article 4 (4) de la loi du 23 décembre 1998 relative au statut monétaire et à la Banque centrale du Luxembourg aux termes duquel les mises à disposition d'espèces dans le cadre de l'eurosystème sont garanties par des livraisons d'actifs effectuées par les contreparties, et pris en gage par les banques centrales. A côté des titres domestiques éligibles en compte auprès du dépositaire national (Clearstream pour les participants luxembourgeois), les contreparties des entités du SEBC peuvent offrir en garantie des actifs situés dans un autre Etat membre. Ces titres peuvent être utilisés soit dans le cadre du modèle de la banque centrale correspondante, soit en ayant recours aux liens dont le dépositaire national dispose avec d'autres dépositaires nationaux lorsque ces liens ont été approuvés par le SEBC⁴⁵.

Section 4 : La loi applicable aux garanties

87. L'article 9.2 de la Directive, transposé quasi littéralement par l'article 61-3 (3) de la Loi, détermine la loi applicable aux droits des bénéficiaires d'une garantie portant sur des titres inscrite dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé comme étant celle de l'Etat membre dans lequel est situé ce registre, ce compte ou ce système de dépôt centralisé.

En vertu des principes de droit international privé, la loi applicable aux sûretés réelles grevant un bien mobilier est la *lex rei sitae*, c'est-à-dire la loi du lieu où le bien est situé⁴⁶. La *lex rei sitae* gouverne les questions relatives à la constitution et aux effets de la sûreté. La difficulté est dès lors de déterminer si pour des titres inscrits dans un registre ou un compte le critère pertinent de rattachement est le lieu de la localisation effective

⁴⁵ Cf. pour une description plus détaillée, *Rapport annuel BCL*, 2000, p. 108 et 109.

⁴⁶ Fernand Schockweiler, les conflits de lois et les conflits de juridictions en droit international privé luxembourgeois, 2^{ème} édition, n° 38-40.

des titres ou le lieu où se trouve le registre ou le compte. L'option retenue par la Directive et partant par la Loi, est le lieu de tenue du registre ou du compte.

88. Cette solution est cohérente au regard des autres dispositions du droit national. Ainsi, la loi du 1^{er} août 2001 dispose que le transfert de propriété à titre de garantie de valeurs inscrites en compte (autres que des créances), prend effet au plus tard entre parties et devient opposable aux tiers lors de l'inscription dans un compte comme étant la propriété du cessionnaire. Le législateur a souhaité préciser ce point en vue d'améliorer la sécurité juridique des parties dès lors que par application de l'article 61-3 (3) de la Loi, les droits sur les titres inscrits dans un compte tenu à Luxembourg, sont gouvernés par la loi luxembourgeoise.

89. Surtout, l'article 12 de la loi du 1^{er} Août 2001 qui dispose que « le dépositaire peut donner en dépôt auprès d'autres dépositaires [...] les titres et autres instruments versés ou virés sur les comptes qu'il tient [...] ni l'application de la présente loi, ni la situation des titres et autres instruments financiers, qui continuent d'être chez le dépositaire, ni la validité ou l'opposabilité du gage constitué conformément à la présente loi, ne sont affectés par ce dépôt ». Il demeure toutefois que la question de l'identification du lieu où se trouve le registre ou le compte n'est pas tranchée. En effet, il peut s'agir soit du siège social du teneur du registre ou du compte, soit du lieu de l'un de ses établissements.

90. Il importe encore de mentionner que, dans le cadre des travaux de la Conférence de la Haye de droit international privé, a été adoptée, le 13 décembre 2002, la convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Cette convention fixe des règles de conflit de lois en vue d'établir une règle uniforme pour la détermination des aspects patrimoniaux (*in rem*) d'un transfert ou d'un nantissement sur valeurs mobilières. Elle consacre le concept « Prima », l'approche du lieu de la situation de l'intermédiaire direct ou concerné (en anglais *place of the relevant intermediary approach*).

En principe, la loi applicable aux droits réels sur des titres détenus en compte, est la loi convenue par les parties dans la convention de compte, à condition, notamment, que l'intermédiaire pertinent (celui qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte) ait un établissement dans l'Etat dont la loi a été déclarée applicable à la convention. A défaut de choix par les parties, la convention détermine des critères de rattachement subsidiaires, à savoir la loi du pays où est situé l'établissement de l'intermédiaire pertinent ou, la loi de l'Etat du siège social de l'intermédiaire pertinent ou, enfin, la loi de l'Etat dans lequel l'intermédiaire pertinent exerce son activité et en cas de pluralité de lieux, l'Etat du principal établissement

91. Par ailleurs, la directive 2002/47/CE relative aux contrats de garantie financière, fixe des règles de conflit de lois, dont les principes sont dans le prolongement de ceux applicables dans le cadre du système de règlement d'opérations sur titres. L'article 9 de cette directive précise en outre les éléments relevant de la loi de l'Etat où est situé le compte pertinent, à savoir :

- la nature juridique et les effets patrimoniaux de la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte,
- les exigences relatives à la mise au point d'un contrat de garantie financière, la constitution d'une garantie et, plus généralement, l'achèvement des formalités nécessaires,
- le fait de savoir si le droit de propriété ou un autre droit d'une personne à une telle garantie est primé par un droit de propriété ou par un autre droit concurrent,
- les formalités requises pour la réalisation de la garantie.

TITRE 3 : Dispositions particulières en cas d'insolvabilité d'un participant

Outre les règles mentionnées ci-dessus concernant, d'une part, l'irrévocabilité des ordres de transfert et la validité de la compensation et, d'autre part, l'efficacité des garanties, des précautions complémentaires sont prévues en cas d'insolvabilité d'un participant.

Section 1 : La neutralisation de la rétroactivité des procédures d'insolvabilité

92. La protection des systèmes de règlement-livraison est renforcée par l'article 61-2 (3) de la Loi qui neutralise les effets du principe de la rétroactivité traditionnellement attachée à l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. En vertu de ce principe, la procédure d'insolvabilité est présumée intervenir à zéro heure le jour de son ouverture. Cette disposition existait déjà en droit luxembourgeois concernant les établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier. La loi du 1^{er} août 2001 sur le transfert de propriété à titre de garantie a cependant clarifié la situation en modifiant la loi du 5 avril 1993, par adjonction d'un nouvel article 60 (6bis) relatif à l'inapplicabilité de la règle dite de « l'heure zéro » aux professionnels frappés de mesures de suspension de paiements et de gestion contrôlée ainsi qu'aux professionnels en état de liquidation.

Section 2 : L'utilisation des fonds et titres disponibles d'un participant insolvable

93. Par l'adoption d'une disposition facultative de la Directive, le législateur luxembourgeois démontre son souhait de renforcer les mesures tendant à prévenir les risques systémiques. Cette disposition permet l'utilisation des fonds ou titres disponibles sur le compte de règlement propre du participant frappé d'une procédure d'insolvabilité pour apurer un éventuel solde négatif du participant ; elle permet également l'utilisation d'une facilité de crédit liée au système consentie à ce participant pour autant qu'elle bénéficie d'une garantie existante et disponible.

Section 3 : La protection du compte de règlement

94. Selon l'article 61-2 (5) de la Loi, tout compte de règlement auprès d'un opérateur du système ou d'un organe de règlement ne peut être saisi, mis sous séquestre ou bloqué d'une manière quelconque par un participant (autre que l'opérateur du système ou

l'organe de règlement), par une contrepartie ou par un tiers. Bien que cet article ne soit pas spécifiquement limité à la situation d'insolvabilité d'un participant, il vise à assurer qu'aucune mesure de séquestre ou qu'aucun ordre de blocage ne puisse mettre en cause le bon fonctionnement ou la stabilité du système.

Section 4 : Les règles de conflit de lois en cas d'insolvabilité d'un participant

95. Pour garantir l'efficacité du système, il n'est pas suffisant que les règles du système s'appliquent uniquement aux participants locaux. Il convenait dès lors d'étendre à tout participant (communautaire ou d'un pays tiers) les dispositions légales protectrices. Pour ce faire, la Directive a introduit une règle de conflit de loi uniforme, de sorte que, quel que soit l'Etat membre dans lequel la question de détermination de la loi applicable se posera, la solution sera la même.

96. Cette règle affirme la primauté de la loi du système pour régir les droits et obligations d'un participant découlant de sa participation ou liés à sa participation au système, au détriment de la loi étrangère applicable à la procédure d'insolvabilité du participant.

En conséquence, les droits et obligations des participants étrangers à un système luxembourgeois seront régis par le droit luxembourgeois, c'est-à-dire non seulement par la Loi mais également, le cas échéant, par les autres dispositions nationales pouvant être invoquées pour déterminer les droits et obligations d'un participant au système.

Symétriquement, en cas de défaillance d'un participant luxembourgeois à un système communautaire, les droits et obligations de ce participant en relation avec le système seront soumis à la loi applicable à ce système.

Cette règle de primauté du système a pour corollaire une uniformisation des droits et obligations des participants locaux ou étrangers à un système du fait de l'application à tous de la loi applicable à ce système.⁴⁷

Section 5 : Les dispositions procédurales

97. Des dispositions techniques visent à assurer la sécurité et l'information la plus rapide possible des systèmes en cas d'insolvabilité d'un participant.

98. Le moment d'ouverture d'une procédure d'insolvabilité est déterminé précisément comme le moment où l'autorité judiciaire ou administrative compétente rend sa décision.

Au Luxembourg, l'autorité est seulement judiciaire, les procédures visées étant pour les établissements ayant la gestion de fonds de tiers, le sursis de paiement et la gestion contrôlée, ainsi que la liquidation judiciaire.

⁴⁷ Voir Bulletin BCL 2001/2, la protection des systèmes de paiement et de règlement-titres, analyse de la directive 98/26/Ce et de sa transposition en droit luxembourgeois, p 65-66.

99. Une procédure de notification est organisée en vertu de laquelle, lorsque, à l'égard d'un participant luxembourgeois, le Tribunal d'arrondissement est saisi d'une requête ou prononce un jugement dont l'effet est la suspension des paiements conformément à la loi du 5 avril 1993, le greffe doit immédiatement notifier l'acte en question à la CSSF, en précisant l'heure du dépôt ou du prononcé de la décision de Justice. La même procédure doit être appliquée en cas de modification ou de fin de la mesure de suspension.

La CSSF, à son tour, doit notifier la décision judiciaire en question, respectivement à la BCL et à l'opérateur du système luxembourgeois (s'il s'agit d'un participant luxembourgeois) et à l'autorité compétente (dans l'hypothèse d'un participant luxembourgeois à un système non luxembourgeois agréé par un autre Etat membre).

La CSSF est l'autorité compétente pour recevoir les notifications des autorités des autres Etats membres ou de pays tiers.

CONCLUSION

La matière du règlement des opérations sur titres continue de faire l'objet de réflexions au sein des instances tant internationales, qu'européennes et nationales afin de permettre l'adaptation des systèmes aux évolutions très rapides des pratiques et des besoins des marchés financiers, tout en assurant leur stabilité et leur sécurité.

En particulier, au niveau européen, des travaux engagés conjointement par la BCE et le *Committee of European Securities Regulators* (CESR) viennent d'aboutir à la publication d'un rapport consultatif visant à la mise en place de standards applicables aux systèmes de liquidation et règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne. Ces standards, actuellement au nombre de 19, adaptent aux systèmes européens les recommandations émises par le CPSS-IOSCO. Par leur nature, ils ont vocation à devenir des normes contraignantes devant être mises en place par les autorités de contrôle dans les différents Etats Membres, pouvant entraîner le cas échéant une évolution des règles nationales actuellement en vigueur⁴⁸.

En particulier, au niveau du Luxembourg, il n'est ainsi pas exclu que les réflexions menées sur par exemple la question de l'*Efficiency* (recommandation nr. 15) et sur la réduction de la durée des cycles de dénouement (recommandation nr. 3), amènent des adaptations du cadre normatif.

⁴⁸ Consultative report, standards for securities clearing and settlement systems in the European Union, July 2003, CESR-ECB.