

Avis du Conseil de l'Ordre

portant sur le projet de loi n°6625 relative à l'immobilisation des actions et parts au porteur et à la tenue du registre des actions nominatives et du registre des actions au porteur et portant modification de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales

Le Conseil de l'Ordre a pris connaissance du projet de loi n°6625 déposé en date du 16 octobre 2013 par le Ministre des Finances ainsi que des amendements gouvernementaux déposés en date du 28 mars 2014.

La Chambre de Commerce a rendu un avis sur le projet de loi amendé en date du 22 avril 2014, qui met l'accent notamment sur le raccourcissement des délais dans les dispositions transitoires et les risques en découlant. La Chambre de Commerce rend notamment attentif au problème de superposition du délai pour la nomination du dépositaire par la société et du délai d'immobilisation des actions, ce qui risque d'entraîner un raccourcissement potentiellement très significatif du deuxième délai.

Le Conseil de l'Ordre renvoie à l'avis de la Chambre de Commerce pour ces aspects du projet de loi tel qu'amendé.

Quant au présent avis, le Conseil de l'Ordre souhaite axer son analyse sur un certain nombre d'aspects techniques de la réforme, et notamment attirer l'attention du législateur sur certains effets probablement non voulus et potentiellement désavantageux pour le droit des sociétés et des valeurs mobilières au Luxembourg. Au vu de l'importance du Luxembourg pour les activités de marchés de capitaux aussi bien en Europe qu'au-delà, du fait de la présence de nombreux émetteurs, mais aussi de la Bourse de Luxembourg, il est en effet important de considérer les conséquences indirectes du projet de loi sur ces activités.

1. La nature juridique de l'action au porteur immobilisée

En premier lieu, le Conseil de l'Ordre souhaite souligner que malgré l'introduction d'une obligation d'immobilisation des actions et parts au porteur, le titre en lui-même ne change pas de nature et reste un titre au porteur au sens juridique du terme.

La question est importante dans la mesure où la nature juridique de "titre au porteur" entraîne un certain nombre de conséquences juridiques, comme par exemple sur le plan du droit international privé et de la localisation des biens, ou encore en matière de droit des sociétés.

Le Conseil de l'Ordre constate que le projet de loi continue de se référer à une action au porteur. Il s'en dégage déjà la constatation que le législateur appréhende le titre dans cette nature-là et continue de le traiter comme titre au porteur.

Cette conclusion s'impose aussi du fait que l'article 37 de la loi concernant les sociétés commerciales, qui prévoit que les actions peuvent prendre la forme de titres nominatifs, au porteur ou dématérialisés, n'est pas modifié. L'action au porteur immobilisée n'est donc ni une catégorie nouvelle, ni ne rejoint l'une des deux autres catégories: l'immobilisation de l'action au porteur est plutôt une modalité imposée par le législateur aux actions au porteur tombant dans le champ d'application du nouvel article 42 proposé.

Il faut cependant constater que sur certains points, le projet de loi vise à aménager le régime de l'action au porteur immobilisée auprès d'un dépositaire. Ainsi, l'article 42 (5) tel que proposé par le projet prévoit que la propriété de l'action au porteur s'établit par une inscription au registre, et que la cession s'opère par une déclaration de transfert inscrite sur le même registre, ainsi que suivant les règles de l'article 1690 du Code civil.

La rédaction de l'article 42 (5) proposée emprunte en partie au texte de l'article 40 relatif aux actions nominatives. Afin d'éviter tout doute quant à la nature juridique du titre, il serait opportun de modifier ce texte, ceci afin de bien distinguer le régime de l'action au porteur immobilisée de celui de l'action nominative, comme d'ailleurs de celui du titre fongible au sens de la loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres. Cette adaptation du texte n'irait pas au détriment des objectifs poursuivis par le projet.

Le Conseil de l'Ordre propose dès lors la rédaction modifiée suivante pour le paragraphe 5 de l'article 42 proposé (changements en gras) :

"Le dépositaire détient les actions déposées conformément au paragraphe (1) pour compte de l'actionnaire qui en est propriétaire. Le dépositaire n'est pas tenu d'une obligation de restitution à son égard. La propriété de l'action au porteur fait l'objet d'une inscription sur le registre. A la demande écrite de l'actionnaire au porteur, un certificat constatant toutes les inscriptions le concernant lui est délivré par le dépositaire.

Toute cession est rendue opposable par un constat de transfert inscrit sur le même registre par le dépositaire. Le dépositaire peut à ces fins accepter tout document ou notification constatant le transfert de propriété entre cédant et cessionnaire.

Sauf dispositions contraires dans les statuts (...) [reste du texte inchangé]"

Le Conseil de l'Ordre suggère également, et dans le même objectif, de remplacer le terme "restituer" au paragraphe 7 de l'article 42 proposé par le projet de loi en modifiant le texte comme suit (*changements en gras*):

*"(7) Le dépositaire ne peut pas **se déposséder** des actions au porteur, sauf dans les cas suivants où il doit **remettre** les actions au porteur: (...)"*

En effet, le terme "restitution" n'est pas adapté étant donné que le dépôt initial est en principe fait par l'actionnaire envers lequel il n'existe pas d'obligation de restitution à charge du dépositaire.



2. Les obligations au porteur

Le projet de loi modifie l'article 42 de la loi concernant les sociétés commerciales. Selon l'exposé des motifs et le commentaire des articles, ce sont les actions ou parts au porteur qui sont concernées par la recommandation du GAFI et qui dès lors sont visées par la modification.

Or, l'article 84 de la même loi, qui régit la forme et la transmission des obligations, renvoie à un certain nombre de dispositions applicables aux actions dont l'article 42 qui sera modifié par le projet de loi sous analyse. Si actuellement cet article ne contient que la règle prévoyant que la propriété des actions au porteur (et donc des obligations au porteur) se transmet par tradition, la modification de l'article 42 entraînerait une application totale des règles relatives aux immobilisations des actions au porteur aux obligations au porteur.

Ceci ne semble pas être exigé par les recommandations du GAFI, et n'est d'ailleurs pas mentionné par les auteurs du projet de loi. En effet, les recommandations du GAFI visent la transparence dans la propriété des sociétés, ce qui justifie une réforme concernant les actions et les parts, mais non pas une extension aux obligations qui ne représentent qu'une relation de prêt.

D'ailleurs, les dispositions transitoires du projet de loi ne parlent que des actions et parts au porteur existantes.

Pour ces raisons, le Conseil de l'Ordre suggère de prévoir clairement que les obligations ne sont pas visées par le projet de loi n°6625 en supprimant la référence à l'article 42 dans l'article 84 dernier alinéa. Le Conseil de l'Ordre propose à cet égard de rajouter un article 2bis formulé comme suit :

Article 2bis : A l'article 84, dernier alinéa, de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, la référence à l'article "42" est supprimée.

Reste alors la question de la règle relative aux modalités de transfert de propriété des obligations au porteur. L'article 42 actuel étant supprimé sans remplacement, il sera toujours possible de se référer à la règle générale dont l'article 42 actuel n'est qu'une application particulière, à savoir celle de l'article 1606 du Code civil qui dispose que la délivrance des effets mobiliers se fait par tradition réelle.

3. La situation des "titres d'action collectifs prenant la forme de certificats globaux au porteur"

Se pose ensuite la question de l'effet des modifications apportées par le projet de loi sur le statut des "titres d'action collectifs prenant la forme de certificats globaux au porteur déposés auprès d'un système de règlement des opérations sur titres".

Ce type de titre spécifique a été introduit par le législateur en 2013 dans le cadre de la loi du 6 avril 2013 relative à la dématérialisation des titres, ceci afin de reconnaître et de faciliter l'utilisation d'un mécanisme régulièrement employé pour permettre l'introduction d'actions dans des systèmes de règlement des opérations sur titres.

Ce mécanisme est une pratique reconnue par les marchés et est également en ligne avec les modes d'introduction dans les systèmes de règlement des opérations sur titres préconisées par le futur Règlement européen concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres et modifiant la directive 98/26/CE.

Le projet de loi ne modifie pas l'article 41 alinéa 5 qui régit ce type de titres. Le législateur n'ayant pas été explicite en 2013 sur la nature de ce titre, on peut se poser la question si l'article 42 nouveau tel que modifié par le projet de loi s'applique à ce type de certificat.

En effet, l'exclusion actuellement prévue des actions au porteur admises à la négociation sur un marché réglementé n'est pas suffisante pour exclure dans tous les cas ces certificats collectifs de l'application de l'article 42 proposé. Il est tout à fait possible que des actions au porteur soient introduites dans un système de règlement des opérations sur titres par ce biais alors qu'elles sont cotées ou échangées sur un marché autre qu'un marché réglementé au sens de la loi luxembourgeoise (notamment la loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers), tel qu'un MTF, voire sur un marché organisé sous une autre forme. Il serait même possible de voir dans un système de règlement des opérations sur titres des actions qui ne sont pas échangées sur un marché organisé.

En tout état de cause, une exigence d'immobilisation de ce type de certificat global ne se justifierait pas par la *ratio legis* du projet de loi n°6625. En effet, les systèmes de règlement des opérations sur titres sont eux-mêmes (ou sont du moins opérés par) des entités réglementées, soumises à des obligations professionnelles en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et de financement du terrorisme, et le système de détention intermédiaire de titres (si le propriétaire n'a pas de compte direct auprès de l'opérateur du système) assure que les titres sont détenus par leur propriétaires à travers des établissements de crédit ou d'autres professionnels du secteur financier, participants directs ou indirects au système.

Une obligation d'immobilisation en amont du système n'apporterait donc aucune valeur ajoutée mais créerait une complication supplémentaire et des coûts qui ne peuvent être raisonnablement justifiés.

Il est à noter que souvent l'entité qui détient le certificat collectif pour compte du système est un établissement bancaire non établi au Luxembourg - dans le système préconisé par le projet de loi, un transfert physique auprès d'une autre entité établie au Luxembourg deviendrait dès lors nécessaire. Imposer un dépositaire luxembourgeois dans ce contexte sur base d'une obligation d'immobilisation soulèverait d'ailleurs aussi une question de compatibilité avec le droit européen.

Le Conseil de l'Ordre préconise de s'assurer que les titres d'action collectifs prenant la forme de certificats globaux au porteur déposés auprès d'un système de règlement des opérations sur titres soient expressément exclus de l'obligation d'immobilisation afin de garantir une sécurité juridique essentielle dans ce type de transactions.

Le Conseil de l'Ordre propose dès lors la rédaction suivante pour l'article 42 (2):

*"Le paragraphe 1^{er} ne s'applique pas aux actions au porteur admises à la négociation sur un marché réglementé **ni aux titres d'action collectifs prenant la forme de certificats globaux au porteur déposés auprès d'un système de règlement des opérations sur titres.**"*

Afin de maintenir la cohérence du projet de loi, les paragraphes (1) et (2) de l'article 4 (*Dispositions transitoires*) devront également être adaptés en remplaçant les termes "actions ou parts au porteur non cotées sur un marché réglementé" par les termes "actions ou parts au porteur non-visées par l'article 42".



Pour être complet, le Conseil de l'Ordre note que le même mécanisme des *"titres collectifs prenant la forme de certificats globaux au porteur"* a été consacré en 2013 à l'article 84 alinéa 5 de la loi concernant les sociétés commerciales pour les obligations. Les mêmes raisons que pour les actions justifient que ces titres collectifs ne soient pas soumis aux obligations d'immobilisation. La suppression du renvoi à l'article 42 par l'article 84 alinéa 6 proposé ci-dessus au point 2 aurait déjà cet effet. Même si le législateur ne devait pas suivre cette voie, la modification proposée ci-dessus aurait pour effet, par l'effet du renvoi, de retirer les titres d'obligation collectifs à l'application de l'article 42.

En effet, les coûts et les difficultés pratiques de mise en conformité des émissions obligataires existantes utilisant un mécanisme de titre collectif (*"global bearer note"*) comme de nouvelles émissions seraient élevés (et d'ailleurs nettement plus élevés encore au vu de leur nombre que dans le cas des actions ou parts) et risqueraient de causer un désavantage compétitif pour des émetteurs luxembourgeois concernés. L'application de l'obligation d'immobilisation serait d'ailleurs inutile (pour les raisons ci-dessus évoquées) pour les émissions déposées dans un système de règlement des opérations sur titres, les titres globaux étant déjà détenus par un dépositaire agissant pour compte du système.

4. L'impact sur les garanties financières constituées sur actions ou parts au porteur

Les actions et parts représentent un objet de gage fréquent dans les opérations de crédit auquel s'applique la loi du 5 août 2005 sur les garanties financières. Ces opérations exigent, du vœu tant du législateur européen que du législateur luxembourgeois, une très grande sécurité juridique. Il faut donc s'assurer que les changements introduits par le présent projet de loi n'entraînent pas de difficultés d'application de cette loi.

En premier lieu, il y a lieu de s'interroger sur les mesures d'opposabilité applicables aux actions au porteur immobilisées.

En effet, la loi du 5 août 2005 sur les garanties financières, telle que modifiée, distingue entre (i) les *"instruments financiers au porteur dont la cession s'opère par la seule tradition"* (article 5 (2) b)) et (ii) les *"instruments financiers nominatifs dont la transmission s'opère par un transfert sur les registres de l'émetteur"* (article 5 (2) c)). Force est de constater que l'action au porteur immobilisée ne correspond à aucune des deux descriptions de manière exacte. On doit en déduire l'application de la disposition subsidiaire de l'article 5 (3), visant les *"instruments financiers autres que ceux énumérés au paragraphe (2)"*, mais la forme de dépossession imposée pour ces titres ne convient guère aux actions au porteur immobilisées. En effet, la notification à ou l'acceptation par l'émetteur (qui ne connaît pas nécessairement le porteur) ne semble pas appropriée. Et le dépositaire nommé aux fins de l'immobilisation n'est pas un tiers détenteur de gage étant donné qu'il est nommé par l'émetteur, et non pas par les parties au gage. Les parties pourraient certes nommer le dépositaire nommé par la société aux fins de la procédure d'immobilisation également comme tiers-détenteur de gage, mais, d'une part, ceci supposerait l'accord du dépositaire à ces fins et, d'autre part, un tel arrangement compliquerait la situation du dépositaire qui détiendrait les actions au porteur dans une double capacité.

Il semble dès lors utile de prévoir un régime de dépossession spécifique pour les actions et parts au porteur immobilisés en vertu de l'article 42 tel que modifié par le projet de loi. A cet égard, une solution qui se servirait de l'existence d'un registre serait de permettre la dépossession par voie d'inscription en marge du registre tenu par le dépositaire nommé aux fins de l'immobilisation. L'article 42 (4) dernier alinéa précise que ce registre est consultable par l'actionnaire pour les inscriptions qui le concernent,



mais ceci ne devrait pas interdire aux créanciers-gagistes d'également pouvoir le consulter, sinon du moins de demander un certificat de l'inscription mentionnant également l'inscription du gage, délivré par le constituant.

Quant aux relations avec la société émettrice, la situation n'est pas différente de celle qui existe aujourd'hui – si le créancier-gagiste souhaite exercer des droits en relation avec les actions, il devra se présenter, aujourd'hui avec les actions au porteur qu'il détient (ou un certificat de blocage délivré par le tiers-détenteur de gage, la plupart du temps un établissement de crédit), demain avec un certificat ou extrait du registre délivré par le dépositaire.

Le Conseil de l'Ordre suggère dès lors d'ajouter au projet de loi une disposition modificative de la loi du 5 août 2005 sur les garanties financières, formulée comme suit :

Article 2ter : Il est rajouté une phrase à la fin de l'article 5 (2) b) de la loi du 5 août 2005 relative aux garanties financières avec le libellé suivant :

"La dépossession d'instruments financiers au porteur déposés auprès d'un dépositaire en application de l'article 42 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales peut être établie par une inscription du gage en marge de l'inscription des instruments financiers sur le registre du dépositaire."

En second lieu, on peut se poser la question des modalités pratiques applicables en cas d'immobilisation des actions ou parts au porteur gagées ainsi que de la continuité du gage sur ces titres.

En ce qui concerne le premier point, étant donné que les actions ou parts au porteur gagées se trouvent nécessairement détenues soit par le créancier-gagiste lui-même, soit par un tiers convenu agissant sous le contrôle du créancier-gagiste, il ne devrait pas y avoir de situation où le créancier-gagiste n'est pas impliqué dans la procédure d'immobilisation. Il pourra donc veiller à ce que toutes mesures nécessaires pour la dépossession et l'opposabilité du gage soient prises. Le Conseil de l'Ordre n'estime donc pas nécessaire de prévoir une disposition spécifique à cet égard.

En ce qui concerne le second point, étant donné que l'immobilisation se fera en principe par le créancier-gagiste (ou sur son ordre), la continuité du gage ne peut pas être remise en doute, celui-ci continuant d'exister de manière ininterrompue et continue à travers cette immobilisation si les mesures nécessaires pour la dépossession du gage sont prises au moment de l'immobilisation.

5. Points divers

5.1. L'article 42 (3) tel que proposé vise à autoriser notamment les avocats inscrits aux listes I et IV d'exercer l'activité de dépositaire. Il conviendrait d'étendre cette autorisation aux avocats inscrits aux listes V et VI (donc aux sociétés d'avocats). Il conviendrait par ailleurs de supprimer les mots "*à la Cour*" du texte, puisque la référence aux différentes listes concernées est suffisante pour qualifier les avocats visés. Le texte serait ainsi rédigé comme suit:

"(...) – les avocats inscrits aux listes I, V ou VI et les avocats européens [Texte inchangé par la suite] "

5.2 Le Conseil de l'Ordre note le commentaire gouvernemental à propos de l'article 2 du projet (à la page 5 du document parlementaire n°6625) suivant lequel, concernant les fonds communs de



Barreau

de Luxembourg

placement (FCP), le dépositaire (des parts au porteur) serait à déterminer dans le règlement de gestion établi par la société de gestion. Cette remarque laisse donc entendre que, contrairement à ce qui est de mise pour les formes sociétaires visées par le projet de loi (SA, SCA, SICAV et SICAF), la désignation du dépositaire de parts au porteur émises par un FCP ne pourrait se faire par un simple acte de nomination de l'organe de gestion, qui est en l'occurrence sa société de gestion. Le Conseil de l'Ordre estime que cette appréciation n'est pas justifiée en droit. Rien dans les législations sur les organismes de placement collectif et les fonds d'investissement spéciaux n'impose la description du rôle ou la désignation du dépositaire de parts au porteur dans le règlement de gestion. Une adaptation des très nombreux règlements de gestion de FCP existants prévoyant l'émission de parts au porteur – exercice lourd et coûteux – n'est dès lors pas requise.

5.3 Quant à l'article 3 du projet sous analyse, le Conseil de l'Ordre peut comprendre qu'au vu des objectifs poursuivis par le projet, le législateur envisage de sanctionner pénalement le défaut de désignation d'un dépositaire par l'organe de gestion ainsi que la reconnaissance des droits afférents aux actions au porteur en l'absence du dépôt requis par la loi. Cependant, il est moins compréhensible que, sans aucune justification concrète, la non-tenue d'un registre des actions nominatives conformément aux dispositions de l'article 39 – l'obligation afférente existant depuis 1915 sous cette forme, sous réserve d'une récente adaptation purement technique – soit désormais constitutive d'une infraction pénale. L'impact concret d'une telle sanction pourrait se manifester sur le plan de certaines pratiques communes et parfaitement légitimes suivant lesquelles, pour des raisons diverses, l'organe de gestion consent, sous sa responsabilité (civile), de remettre provisoirement le registre à des tiers de confiance, ce qui a pour effet que le registre est tenu temporairement à un endroit autre que celui du siège social. Tel est notamment le cas dans le contexte de transactions financières ou d'acquisitions où le registre est remis à des tiers professionnels (tels des avocats ou des professionnels du secteur financier) en vue de procéder à des inscriptions lors du bouclage de la transaction ou encore dans le contexte de la mise en gage des actions afférentes (remise du registre en "escrow"). Une lecture stricte du texte proposé empêcherait ces pratiques, lesquelles ne contreviennent nullement aux objectifs poursuivis par le projet commenté. Le Conseil de l'Ordre plaide dès lors en faveur de la suppression de la sanction pénale quant à ce point. A titre subsidiaire, la sanction devrait être limitée à la tenue du registre en tant que tel, sans viser (implicitement) sa localisation au siège social.

* * *

Luxembourg, le 27 MAI 2014


René DIEDERICH
Bâtonnier