

Objet: Projet de loi relative aux titres dématérialisés et portant modification de:

- la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier;
- la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier;
- la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales;
- la loi modifiée du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur;
- la loi modifiée du 1er août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles;
- la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif;
- la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif;
- la loi modifiée du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés;
- la loi modifiée du 22 mars 2004 relative à la titrisation. (3892TAN).

*Saisine : Ministre des Finances
(9 septembre 2011)*

AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE

L'objet du projet de loi sous avis est de moderniser le droit luxembourgeois des titres en introduisant la faculté généralisée pour les sociétés de capitaux luxembourgeoises d'émettre des titres de capital sous forme dématérialisée et pour tout émetteur d'émettre des titres de créance dématérialisés régis par le droit luxembourgeois.

Considérations générales

L'objet du projet de loi est de moderniser le droit luxembourgeois des titres en introduisant la faculté généralisée pour les sociétés de capitaux luxembourgeoises d'émettre des titres de capital sous forme dématérialisée et pour tout émetteur d'émettre des titres de créance dématérialisés régis par le droit luxembourgeois. Ainsi coexisteront désormais, pour les sociétés de capitaux émettant des actions à côté des titres au porteur et de titres nominatifs, des titres dématérialisés. La Chambre de Commerce relève que les sociétés à responsabilité limitée n'émettant pas d'actions, mais des parts, devraient partant être exclues du bénéfice du projet de loi.

Comme l'explique l'exposé des motifs, le droit des sociétés luxembourgeois ne connaît en effet à l'heure actuelle que les titres au porteur et les titres nominatifs, à l'exception de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation et du règlement grand-ducal du 19 décembre 2002 fixant les conditions et les modalités d'émission d'emprunts d'Etat qui permettent explicitement l'émission de titres dématérialisés sans cependant prévoir de régime spécifique pour ces titres. Par ailleurs, une doctrine considère également que l'émission de titres

dématérialisés est permise au Luxembourg sur base du principe de l'autonomie de la volonté¹.

La pratique a tenté de s'accommoder de la situation en créant une sorte de dématérialisation *de facto* des titres nominatifs et des titres au porteur. Cette dématérialisation n'est cependant pas réalisée à l'émission des titres, mais par leur technique de conservation ou d'inscription². Ces techniques, dont tient compte la loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles (ci-après « Loi de 2001 »), ne sont pas appelées à disparaître à brève échéance en raison des différences encore substantielles entre les régimes nationaux d'émission de titres, mais l'évolution va clairement dans le sens d'une dématérialisation des titres comme le relève encore l'exposé des motifs.

Dans la mesure où la rapidité de la circulation à moindre coût est primordiale et que par ailleurs certains de nos pays voisins dont la France et la Belgique ont déjà introduit les titres dématérialisés respectivement en 1981 et en 1995, il est essentiel pour le Grand-Duché de Luxembourg en tant que place financière de premier plan, de se doter rapidement d'une législation moderne en matière de titres.

La Chambre de Commerce relève que le projet de loi est plutôt inspiré du droit belge, historiquement plus proche en la matière que le droit français et que le projet de loi ne prévoit pas de dématérialisation obligatoire, mais une procédure de conversion obligatoire, si l'émetteur en décide ainsi, ce qui est salué. Elle relève en outre qu'afin de bien garantir les droits des investisseurs, l'émission des titres dématérialisés devra se faire à travers un professionnel spécialement agréé à cet effet. Afin de préserver une unité de régime entre les titres soumis à dématérialisation factuelle et les titres dématérialisés de droit, elle note encore qu'il est prévu que la législation sur la circulation des titres prévue par la Loi de 2001 précitée sera étendue aux titres dématérialisés.

La Chambre de Commerce observe cependant qu'un certain nombre de détenteurs de titres (au porteur ou même nominatifs) ne se manifestent jamais auprès de la société concernée, y compris au moment de l'assemblée annuelle des actionnaires. Ceci devrait également être le cas dans l'hypothèse où la société opterait pour une dématérialisation obligatoire des titres : un certain nombre de détenteurs de titres ne viendront jamais demander la conversion de leurs titres, quelle que soit la longueur de la période durant laquelle ils peuvent exiger la conversion. Les sociétés ayant émis des titres au porteur sont généralement des sociétés anciennes dont les détenteurs sont, pour certains, décédés sans avoir averti leurs successeurs de l'existence de ces titres ni de l'endroit où ces titres étaient détenus. La Chambre de Commerce se pose la question de savoir si le projet de loi reflète suffisamment cette situation.

La Chambre de Commerce salue le fait que les travaux de la Commission européenne relatifs à la directive dite Securities Law Directive qui intégrera dans le droit communautaire une grande partie des règles dégagées par la Convention d'Unidroit sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, signée à Genève le 9 octobre 2009, et aux négociations de laquelle le Grand-Duché de Luxembourg a activement participé, ont également été pris en considération. Il en découle cependant plusieurs conséquences qui suscitent des

¹ Voir la doctrine citée: P. Mousel et F. Fayot, La circulation des titres *in* Droit bancaire et financier au Luxembourg, Vol. 3, éd. Larcier, No 39-11.

² Voir la doctrine citée: Ph. Dupont, La dématérialisation des titres: défi juridique et réalité incontournable, Droit et Banque No 27, p. 12 et s.

observations de la Chambre de Commerce. Ainsi, elle s'interroge quant à la question de savoir si le principe du droit de propriété sur les titres dématérialisés est maintenu ou si le projet de loi vise un droit de créance, les conséquences pouvant être importantes, notamment en cas d'insolvabilité.

Elle relève que le projet de loi écarte le transfert de propriété *solo consensu* pour les titres dématérialisés. Le transfert ne se réalise que par l'inscription des titres sur le compte du titulaire acquéreur. Cette règle n'est cependant pas nouvelle dans notre droit et se retrouve dans un certains nombre de cas où le transfert de propriété ne s'opère qu'au moment de l'individualisation de l'objet de la vente.

Il est par ailleurs précisé que le titulaire de compte bénéficie, à concurrence du nombre de titres inscrits en son compte titres, d'un droit réel de nature incorporelle sur l'ensemble des titres de même genre, tenus en compte par son teneur de compte. Ce droit réel de nature incorporelle peut être démembré au même titre que les droits de propriété.

La Chambre de Commerce accueille positivement le projet de loi compte tenu de l'impact favorable qu'il ne manquera pas d'avoir pour la place financière, d'une part, et compte tenu de sa très grande qualité rédactionnelle, d'autre part.

En conséquence, la Chambre de Commerce se bornera à formuler quelques observations dans le cadre des commentaires d'articles ci-dessous.

Commentaire des articles

Concernant l'article 1^{er}

La Chambre de Commerce préconise de modifier les termes «*aux titres émis sous forme dématérialisée*» par «*aux titres étant sous forme dématérialisée*», certaines dématérialisations étant en effet issues d'une conversion de titre, plutôt que d'une émission de titre.

Concernant l'article 2

La Chambre de Commerce suggère de remplacer les termes «*en ce compris*» par «*y compris*».

Concernant l'article 4

Par analogie à l'alinéa 2 notamment, la Chambre de Commerce propose d'ajouter le terme « dématérialisés » au premier alinéa « *Les titres cotés dématérialisés de même genre doivent obligatoirement être enregistrés à tout moment dans un seul compte d'émission tenu par un seul organisme de liquidation.* »

La Chambre de Commerce salue en outre le fait qu'il puisse y avoir coexistence de titres dématérialisés au sens du projet de loi et de titres au porteur et nominatifs. « *Ainsi,*

notamment en matière d'organismes de placement collectif, il peut y avoir coexistence, à l'intérieur d'un compartiment ou d'une catégorie d'actions, de titres dématérialisés au sens du projet de loi et de titres au porteur et nominatifs ayant éventuellement fait l'objet d'une dématérialisation de facto en ayant recours à un établissement de crédit qui ne correspond pas nécessairement au seul organisme de liquidation ou teneur de compte central ou doivent être enregistrés les titres dématérialisés au sens du projet de loi», comme le retient expressément le commentaire de l'article.

Concernant les articles 5 et 7

Afin d'informer les détenteurs de titres dématérialisés et de respecter le parallélisme des formes avec la procédure décrite à l'article 5, il serait opportun de prévoir la publication d'explications sur la nature des modifications affectant les titres dans un journal à diffusion nationale/internationale et sur le site internet de la société. Ceci serait par ailleurs en ligne avec l'article 14 de la loi du 16 mai 2006 relative aux abus de marché et l'article 20 de la loi du 11 janvier 2008 sur les obligations de transparence des émetteurs de valeurs mobilières. Il serait par ailleurs aussi opportun de faire référence auxdits articles de loi dans le cadre de l'article 5.

Concernant l'article 9

Cet article prévoit que *« l'émetteur qui souhaite convertir les titres de capital qu'il a émis en titres dématérialisés doit procéder à une modification de ses statuts [...] »*. Il conviendrait d'ajouter que cette modification des statuts devra se faire préalablement à la conversion.

Au paragraphe (2), la Chambre de Commerce préconiserait d'être plus précis et de remplacer le terme *« les titres »* par *« le genre des titres »* afin de garder la même terminologie qu'utilisée dans l'article 2. Ainsi, cela accentuerait le fait que tous les titres de même nature devront obligatoirement être soumis à la conversion et non pas certains titres appartenant à certains actionnaires en particulier.

Concernant l'article 10

L'article 10 prévoit que *« les titres au porteur qui sont en possession physique de leur titulaire, **sont convertis** au fur et à mesure de leur présentation à l'inscription en compte-titres auprès d'un teneur de comptes, d'un teneur de compte central ou d'un organisme de liquidation. »*

La formulation de cet article laisse supposer que, même dans l'hypothèse où l'émetteur n'aurait pas opté pour la conversion obligatoire en titres dématérialisés, le détenteur des titres au porteur pourrait solliciter la conversion de ces derniers en titres dématérialisés. La Chambre de Commerce est d'avis qu'il conviendrait peut-être de préciser que cette possibilité n'est offerte aux titulaires de titres au porteur que dans l'hypothèse où l'émetteur a opté pour une conversion obligatoire ou optionnelle de ceux-ci en titres dématérialisés.

Concernant l'article 12

- quant au paragraphe (3) :

Pour plus de clarté, la Chambre de Commerce propose de relibeller les alinéas 1 et 2 du paragraphe (3) de l'article 12 comme suit :

« (3) Les titres au porteur qui n'ont pas été convertis en titres dématérialisés dans les deux ans à compter de la date de l'assemblée générale décidant de la conversion obligatoire des titres en titres dématérialisés, peuvent être convertis par l'émetteur en titres dématérialisés et inscrits par lui dans un compte-titres à son nom, et ce jusqu'à ce que le titulaire se manifeste et obtienne l'inscription des titres en son nom propre.

Les frais d'ouverture et de tenue de compte sont supportés par l'émetteur. »

L'alinéa 3 du paragraphe (3) resterait inchangé.

En outre, l'article ne prévoit pas l'hypothèse dans laquelle le titulaire des titres au porteur ne se manifesterait jamais auprès de l'émetteur, or ceci concerne un certain nombre d'actionnaires individuels de sociétés luxembourgeoises comme précisé dans les considérations générales ci-avant. Il peut notamment s'agir de personnes décédées dont les héritiers ou proches ignorent que la personne en question possédait ces titres, et qui ne les ont pas retrouvés dans le cadre de la succession. La Chambre de Commerce proposerait donc de prévoir que, lorsque « le titulaire des titres au porteur ne se manifeste pas auprès de l'émetteur», l'émetteur pourra alors vendre les titres selon la procédure prévue à l'article 12 (4).

- quant au paragraphe (4) :

Le paragraphe prévoit la « *possibilité pour l'émetteur de vendre les titres qui n'auraient pas été dématérialisés sur demande de leur titulaire dans un délai qui ne peut être inférieur à 8 ans* ».

La Chambre de Commerce se pose la question de savoir si le délai de huit ans n'est pas déraisonnablement long. Ce délai ne semble en effet pas vraiment en adéquation avec la réalité de la vie sociale d'une société à l'heure actuelle. La Chambre de Commerce préconise dès lors de le réduire, afin de ne pas laisser perdurer l'incertitude quant aux titres concernés plus longtemps que strictement nécessaire, mais aussi pour inciter les détenteurs de titres à réagir relativement promptement après la publication.

De plus, ce délai de huit ans semble être en contradiction avec l'article 9 qui impose d'offrir aux titulaires de titres au porteur un délai minimal de deux ans pour procéder à la conversion.

La Chambre de Commerce est encore d'avis que le préavis de trois mois est trop long et gagnerait à être réduit à un mois, préavis dont la longueur serait alors alignée à celle prévue pour convoquer les actionnaires à l'assemblée générale annuelle. Cette durée de trois mois est par ailleurs également reprise à l'article 10 (3).

L'article 12 (4) vise par ailleurs uniquement les titres non-dématérialisés à la demande de leur titulaire. La Chambre de Commerce s'interroge sur les titres dématérialisés par l'émetteur, mais non réclamés par leur titulaire (cf. article 12 (3) paragraphe 2 dans sa version

projetée). Elle est d'avis que le projet de loi devrait prévoir la possibilité pour l'émetteur de vendre les titres dématérialisés qui n'auraient pas été réclamés par leur titulaire dans un délai raisonnable à déterminer à compter du jour où la dématérialisation des titres a été approuvée par les actionnaires de l'émetteur.

En outre, le point c) dispose que « *les titres autres que ceux repris aux points (a) et (b) ci-dessus seront vendus par vente publique à la Bourse de Luxembourg à un prix qui ne pourra, pour les actions, être inférieur à une juste valeur de ces actions telle que déterminée par un réviseur d'entreprise agréé qui appliquera une méthode d'évaluation appropriée notamment au vu de la nature des activités de l'émetteur et du nombre de titres sujets à la vente. En cas de détermination d'une fourchette de valeur, le prix ne pourra être inférieur à la valeur moyenne de la fourchette de prix déterminée par le réviseur d'entreprise.* »

Cette obligation fait donc appel à un réviseur d'entreprises agréé pour procéder à une évaluation des actions. Il semblerait pourtant que ceci ne soit pas en accord avec la profession de réviseur d'entreprises agréé. Tout comme des missions sont confiées à titre exclusif par la loi aux réviseurs d'entreprises agréés (ex. apports en nature), il semblerait qu'il appartient plutôt au conseil d'administration d'établir la juste valeur des actions. La mission du réviseur d'entreprises agréé consistera ensuite à contrôler le bien fondé de cette évaluation. En pratique bien entendu, le conseil d'administration pourra se faire assister pour la description, respectivement pour l'évaluation, par un tiers chargé d'y procéder en son nom. Celui-ci ne pourra pas, pour des raisons évidentes d'indépendance, être le réviseur d'entreprises agréé chargé du contrôle ultérieur de la description et de l'évaluation.

Il est dès lors proposé de modifier l'actuel point c) du paragraphe 4 comme suit : « *les titres autres que ceux repris aux points (a) et (b) ci-dessus seront vendus par vente publique à la Bourse de Luxembourg à un prix qui ne pourra, pour les actions, être inférieur à une juste valeur de ces actions telle que déterminée par l'organe d'administration de la société ~~un réviseur d'entreprise agréé~~ qui appliquera une méthode d'évaluation appropriée notamment au vu de la nature des activités de l'émetteur et du nombre de titres sujets à la vente.*

L'organe d'administration établit un rapport détaillé expliquant et justifiant d'un point de vue juridique et économique la juste valeur retenue pour ces actions, ainsi que la ou les méthodes retenues pour sa détermination. Ce rapport doit faire l'objet d'un examen par un réviseur d'entreprises agréé. »

- quant au paragraphe (5) :

La Chambre de Commerce préconiserait de prévoir que le droit de préemption et les clauses d'agrément devront être respectées, qu'elles soient prévues par les statuts de la société ou par un pacte extra-statutaire, dans la mesure où bien souvent ces clauses ne sont pas directement insérées dans les statuts mais dans des pactes d'actionnaires.

- quant au paragraphe (7) :

Il est prévu que les sommes provenant de la vente des titres non dématérialisés par leur titulaire seront déposés à la Caisse de Consignation. Cependant, le projet de loi ne prévoit pas de procédure applicable au cas où les titres en cause n'auraient pas trouvé acquéreur et donc n'auraient pas fait l'objet d'une vente. La question se pose de savoir si l'émetteur sera tenu de les conserver en ses livres, au nom et pour le compte de l'actionnaire et dans l'affirmative durant combien de temps. La question se pose encore de savoir s'il

pourra les remettre en vente après un certain délai et dans l'affirmative, si la première évaluation effectuée conformément à l'article 12 (4) c) pourra être utilisée une seconde fois.

Par ailleurs, et dans la mesure où la modification visée au paragraphe (3) ci-avant était reprise, le paragraphe (7) deviendrait: « *L'émetteur devra déposer les sommes obtenues lors de la vente, déduction faite des frais de vente et de ceux repris au deuxième alinéa du paragraphe (3) avancés par lui, auprès de la Caisse de consignation. Ces sommes seront remises, sauf prescription, pour les titres au porteur, à la personne qui les remettra physiquement à la Caisse de consignation et pour les titres nominatifs, à la personne qui était inscrite dans le registre des titres au moment de leur vente.* »

- quant au paragraphe (8) :

La Chambre de Commerce est d'avis que le paragraphe devrait être complété par la phrase suivante, qui permettrait de déterminer clairement à quel instant les obligations légales de l'émetteur cessent par rapport à tout titre nouvellement dématérialisé: «*La responsabilité de l'émetteur prendra fin au moment où les titres seront inscrits dans les comptes du teneur de compte central ou de l'organisme de liquidation.*» L'émetteur n'a, en effet, aucun contrôle sur la «*custody chain*», et l'on ne saurait l'obliger à être responsable jusqu'au moment où les titres sont inscrits dans le compte-titres du titulaire, car après la première étape susmentionnée, les titres échappent au contrôle de l'émetteur et c'est à la banque (teneur de compte) auprès de laquelle les titres en question seront inscrits en compte-titres de prendre le relais au nom et pour le compte du titulaire.

Concernant l'article 18

La Chambre de Commerce relève que le paragraphe (2) de l'article 18 ne reprend pas comme le fait le paragraphe (1) les termes « *Si ses statuts ou son règlement de gestion le prévoient, l'émetteur peut à ses frais...* » et se pose la question de savoir s'il ne s'agit pas d'un oubli.

Par ailleurs, et de manière plus substantielle, l'article 18 prévoit la possibilité, si les statuts ou le règlement de gestion le prévoient, pour l'émetteur de demander à l'organisme de liquidation et au teneur de compte central, entre autres informations, le nom, la nationalité, la date de naissance, l'adresse du détenteur des titres dans ses livres et la quantité de titres détenus. Il s'agit d'une disposition assez nouvelle dans le droit luxembourgeois. Même s'il est vrai qu'aujourd'hui déjà, et ce depuis longtemps, toute participation et vote à une assemblée générale exige la révélation préalable des coordonnées du votant, les commentaires du projet de loi semblent indiquer que cette information peut être demandée, même en dehors de toute participation à une assemblée générale. Cette demande est donc susceptible de heurter le principe du secret professionnel du teneur de compte, plus encore dans le cadre du paragraphe (2) qui ne contient pas cette partie de phrase « *Si les statuts ou le son règlement de gestion le prévoient* ». Afin d'éviter toute dérive et demande abusive, la Chambre de Commerce est d'avis que le projet de loi devrait préciser qu'une demande d'information sur l'identité du détenteur des titres ne peut être faite que dans le but de connaître l'identité des personnes ayant l'intention de participer à l'assemblée générale, la sanction prévue étant d'ailleurs la suspension du droit de vote aussi longtemps que l'information demandée n'aura pas été obtenue.

Le paragraphe (4) prévoit en outre que, lorsqu'une personne détenant un compte auprès d'un teneur de comptes ou d'un teneur de comptes étranger n'a pas transmis les informations demandées par l'émetteur, celui-ci pourra, jusqu'à régularisation, suspendre des droits de vote à hauteur de la quote-part des titres pour lesquels l'information demandée n'aura pas été obtenue. Cela semble vouloir indiquer que le détenteur du compte, sur lequel sont inscrits les titres, pourrait refuser au teneur de compte de communiquer les coordonnées le concernant. Cela semble vouloir dire aussi que le teneur de compte demande au client l'autorisation de révéler son identité. La Chambre de Commerce recommande d'apporter les précisions suivantes, à savoir que le teneur de compte demandera au détenteur de compte le droit de communiquer les informations demandées et que le détenteur des titres dispose d'un droit de refuser la communication des informations à l'émetteur.

Concernant l'article 26

Concernant l'article 26 relatif à l'article 42bis nouveau de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, la Chambre de Commerce comprend que le commentaire de l'article renvoie à la page 30 du projet de loi à l'article 2, sub 11, et non sub 16 en ce qui concerne l'introduction comme nouvelle catégorie d'actions les titres émis sous forme dématérialisée.

* * *

Après consultation de ses ressortissants, la Chambre de Commerce est en mesure d'approuver le projet de loi sous avis, sous réserve des remarques formulées.

TAN/TSA