

La dématérialisation médiate des titres fongibles en droit luxembourgeois

André PRÜM

*Professeur agrégé des Facultés de droit de France
Professeur aux Universités du Luxembourg et de Nancy 2¹*

1. **L'absence de solution générale de dématérialisation.** La dématérialisation des valeurs mobilières emprunte en droit luxembourgeois des chemins indirects. À la différence d'autres pays, le Luxembourg ne reconnaît pas encore l'émission sous une forme immédiatement dématérialisée d'actions, d'obligations ou d'autres types de titres. Le droit des sociétés, en particulier, reste attaché à une conception traditionnelle des valeurs mobilières, où la forme soit nominative, soit au porteur mais s'appuyant toujours sur un support matériel reste obligatoire².

Ce n'est qu'en marge de ce principe, que la législation sur les organismes de placement collectif et, de manière plus explicite, sur la titrisation envisage l'émission sous une forme dématérialisée de valeurs mobilières représentant des parts de fonds communs ou de titrisation. Dans les deux cas, la société de gestion du fonds peut se contenter d'émettre des certificats représentatifs d'une ou de plusieurs quotes-parts de tels fonds³. Seule la loi du 22 mars 2004 sur la titrisation évoque toutefois expressément les titres dématérialisés en précisant qu'ils sont

1. www.prum.lu. L'auteur remercie M^e Philippe Dupont, avocat au barreau du Luxembourg, pour ses précieuses observations sur la présente contribution.
2. Cf. en particulier, l'art. 37 de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales pour les actions et parts bénéficiaires d'une SA, et l'art. 84 pour les obligations. (<http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0773>).
3. OPC : loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif, art. 7 (<http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0434>) et loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, art. 8 (<http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0652>) ; Titrisation, art. 7 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation (<http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0969>).

représentés par une inscription en compte auprès de la société de gestion ou d'un professionnel agréé du secteur financier agissant pour elle.

2. **L'injection des titres dans un système de conservation.** Pour s'accommoder de l'obligation d'émettre les valeurs mobilières sur un support papier, la pratique recourt communément, spécialement pour les titres de dettes, à l'établissement de certificats globaux, confiés à un ou plusieurs dépositaires communs. L'émission de tels certificats ne dispense pas définitivement l'émetteur de faire imprimer les titres définitifs au profit de l'investisseur qui en fera la demande. Mais il est rare qu'une telle demande soit faite pour des titres fongibles pour lesquels l'investisseur bénéficie d'un régime de détention indirecte protecteur de ses droits. Dans les anciens programmes d'émission d'obligations luxembourgeoises – connues sous le nom d'OLUX – l'État luxembourgeois est même allé jusqu'à supprimer conventionnellement la possibilité d'obtenir des titres définitifs. Qu'un prospectus d'émission puisse imposer une telle restriction aux droits des obligataires est sans doute discutable⁴. La stipulation est révélatrice cependant de l'avantage essentiel des certificats globaux, à savoir d'offrir la voie la plus aisée pour permettre l'injection globale de tous les titres représentés dans un système de conservation centrale⁵.

À défaut d'exister sous une forme immédiatement dématérialisée, les valeurs mobilières déposées entre les mains d'un dépositaire central de titres, qu'il s'agisse d'un « Central Securities Depository » (CSD) ou d'un « International Central Securities Depository » (ICSD)⁶, voir d'un conservateur global (« Global Custodian »)⁷ accèdent pratiquement au même degré de mobilité que celles qui sont détachées de tout support matériel⁸. À travers ce dépôt toutes les valeurs d'une même catégorie se trouvent transformées en choses fongibles⁹. Adjointe à leur représentation scripturale, cette qualité permet une circulation quasiment instantanée des titres déposés au sein des systèmes modernes de clearing. Il en résulte qu'une fois apportés à un CSD, les titres ne sont, sauf situations

4. Ph. Dupont, « La dématérialisation des titres : défi juridique et réalité incontournable », *Bulletin Droit et Banque*, n° 27, p. 12.
5. P. Mousel et F. Fayot, « La circulation des titres », in *Droit Bancaire et financier au Luxembourg*, Larcier, 2004, vol. III, p. 1341.
6. Ce qui est le cas le plus fréquent en pratique en raison du rôle occupé par Clearstream qui intervient comme ICSD.
7. Les titres émis par des fonds d'investissement sont régulièrement déposés auprès d'un *Global Custodian*.
8. W. Hautekiet, « Clearing and Settlement – Pratical aspects », in *Les Opérations boursières en Europe, vers un droit commun*, Buylant, 2002, p. 95.
9. L. Dabin, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, Larcier, 2004, n° 159, voir aussi *infra* n° 3.

exceptionnelles, plus déplacés matériellement ; les droits susceptibles d'exister sur ces titres sont simplement constatés par des inscriptions en compte, au sein d'une chaîne de conservateurs et de sous-conservateurs.

3. **Le régime de la circulation des titres fongibles.** Si le droit luxembourgeois ne s'est pas pour l'instant préoccupé de l'émission sous une forme originellement dématérialisée des titres émanant d'entités luxembourgeoises, il s'est attaché, en revanche, à régir de manière précise la dématérialisation médiate¹⁰ par le biais d'un dépôt entre les mains d'un dépositaire/conservateur central. Ce régime découle aujourd'hui d'une loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles¹¹. Il trouve son origine dans un Règlement grand-ducal du 17 février 1971¹², qui a puisé lui-même sa source d'inspiration dans un arrêté royal belge du 10 novembre 1967¹³⁻¹⁴. En vérité, les droits belge et luxembourgeois n'ont cessé d'évoluer de façon parallèle en cette matière, les législateurs des deux pays ayant toujours été très attentifs à permettre aux sociétés de clearing installées sur leur territoire de fonctionner dans des conditions optimales de sécurité.

Le régime de circulation organisé repose sur la fongibilité consubstantielle ou conventionnelle des titres. Afin d'ouvrir sa solution à tous genres de titres, émis ou non sous droit luxembourgeois, la loi du 1^{er} août 2001 admet, en effet, que la fongibilité résulte non seulement de la nature directe des titres mais aussi d'un simple accord entre le déposant et le dépositaire/conservateur. Une présomption de fongibilité est, au surplus, prévue lorsque les titres sont tenus en compte auprès d'un dépositaire sans indication de numéros ou d'autres éléments d'identification¹⁵⁻¹⁶.

10. Il s'agit bien à notre sens d'une forme de dématérialisation, quoique non définitive, puisque le titre matérialisé continue d'exister. Dans le même sens Ph. Dupont, « La dématérialisation des titres : défi juridique et réalité incontournable », *Bulletin Droit et Banque*, n° 27, p. 12 ; Y. Prüssen, « Le régime des titres et instruments fongibles », in *Droit Bancaire et financier au Luxembourg*, Larcier, 2004, vol. III, p. 1287, n° 38-34 mais *contra*. P. Mousel et F. Fayot, art. cit., n° 39-66 qui opposent dématérialisation et fongibilité selon une vision qui nous paraît inutilement restrictive de la première.

11. <http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0664>.

12. <http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0529>.

13. Arrêté n° 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation de valeurs mobilières. L. Dabin, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, Larcier, 2004, n° 159 ; voir aussi le rapport belge dans le présent ouvrage par M. Tison.

14. De manière plus lointaine, la voie avait déjà été montrée par l'Allemagne avec la création des « Kassenvereine » et la « Sammelverwahrung » permise par une loi de 1937 sur les dépôts de valeurs mobilières ainsi que par la France avec la « Caisse centrale de dépôts et virements de titres » créée en 1941.

15. Loi du 01/08/2001, art. 1^{er}.

16. Y. Prüssen, « Le régime des titres et instruments fongibles », art. cit., n° 38-32.

4. **L'absence de conservateur national.** À la différence du droit belge, comme d'ailleurs du droit français, le législateur luxembourgeois n'a pas souhaité réserver le rôle de dépositaire central à un organisme national telle la C.I.K. ou la SICOVAM. Certes, dès sa première intervention en 1971, le régime fut établi prioritairement en faveur d'un organisme centralisateur – la Centrale de livraison de valeurs mobilières, Luxembourg, en abrégé CEDEL – créé à l'initiative de banques luxembourgeoises et étrangères (aujourd'hui Clearstream Banking Luxembourg)¹⁷. Mais le régime reste ouvert à tous les établissements de crédit, entreprises d'investissement autorisées à recevoir en dépôt des titres ou autres instruments financiers et aux dépositaires professionnels de titres ou d'autres instruments financiers, à condition qu'ils soient agréés au Luxembourg ou y opèrent sous couvert d'un passeport européen, ainsi qu'aux organismes nationaux ou internationaux¹⁸ à caractère public établis au Luxembourg et opérant dans le secteur financier. S'agissant d'une solution de dématérialisation médiate, il est logique que l'émetteur ne figure pas sur la liste des teneurs de compte.

5. **Le recours au contrat de dépôt.** L'inscription des titres en compte auprès de l'un des intermédiaires couverts par la loi est assimilée à un dépôt, soumis cependant à certaines règles particulières¹⁹. Ce choix législatif repose sur le postulat que l'opération ne doit pas priver le client de son droit de propriété, qu'affirme, de manière explicite, l'article 6 alinéa premier de loi du 1^{er} août 2001 selon lequel le déposant doit conserver, en principe, les mêmes droits sur les titres que si ceux-ci « *étaient restés entre ses mains* ».

Afin de tenir compte du caractère désormais fongible des titres déposés, le droit de propriété ne peut évidemment plus s'exercer de manière distincte et directe sur les titres apportés. Le dilemme a été résolu par le législateur luxembourgeois, inspiré par la solution retenue en Belgique, en disposant que « *le déposant bénéficie, à concurrence du nombre des titres et autres instruments financiers inscrits en son compte, d'un droit réel, de nature incorporelle, sur l'ensemble des titres et autres instruments financiers de même nature reçus en dépôt ou tenus en compte par son dépositaire*²⁰ ». En d'autres mots, tous les titres de même nature, c'est-à-dire provenant du même émetteur et conférant des droits identiques aux investisseurs, forment une masse indivise contre laquelle les déposants peuvent exercer leurs droits à concurrence du nombre de titres

17. Doc. parl. n° 1475 ; P. Mousel et F. Fayot, art. cit., n° 39-82 et s.

18. Ce sont surtout les banques centrales qui se trouvent ainsi visées.

19. Loi du 01/08/2001, art. 11.

20. Loi du 01/08/2001, art. 6 al. 2.

qui leur revient. Il s'agit donc d'une sorte de dépôt collectif (« *Sammelverwahrung* »)²¹ institué essentiellement dans le but de protéger le client contre le dépositaire et les créanciers de celui-ci²². Vis-à-vis du premier, l'intérêt de disposer d'un droit réel plutôt que d'une simple créance réside dans l'existence d'une action en revendication, qui met le déposant à l'abri d'un éventuel concours avec des créanciers si le dépositaire devait faire faillite. Parce que le dépôt n'est pas translatif de propriété, à la différence d'un dépôt irrégulier, le dépositaire est tenu de comptabiliser les titres de ses clients « *séparément de son patrimoine et hors bilan* »²³. « *À l'instar des registres tenus par les émetteurs de titres nominatifs, les mentions de la comptabilité des dépositaires vaudront, sauf erreur ou omission, comme preuve de la propriété des titres. Ce droit de propriété est toutefois d'une nature particulière puisqu'il ne s'exerce plus directement sur une chose, mais contre le dépositaire dans les livres duquel les titres sont inscrits au nom du déposant. Le droit de propriété est dès lors incorporel puisqu'il s'exerce proportionnellement au nombre de titres d'une catégorie déterminée détenus pour chaque déposant sur la masse indivise ou l'universalité de titres de même nature se trouvant dans les coffres du dépositaire ou inscrits en son nom dans les livres d'un ou de plusieurs autres dépositaires ou d'un dépositaire central ou d'un émetteur*²⁴. » Le dépositaire peut par conséquent se libérer « *valablement de son obligation de restitution en livrant des titres... de même nature sans concordance de numéros ou d'autres éléments d'identification individuels*²⁵ ». Quant aux créanciers du dépositaire, ils ne peuvent prétendre saisir des titres dont leur débiteur n'acquiert pas la propriété.

6. Le sort des déposants face à des sous-dépôts. La portée de la protection issue de cette qualification ne s'étend toutefois pas aux sous-dépôts puisque la loi prive formellement le client de tout droit de suite²⁶. Son droit qualifié de réel se résume ainsi à une « *propriété* » diminuée de l'un de ses attributs essentiels. Pour parer à cette faiblesse, la loi du 1^{er} août 2001 oblige d'abord le dépositaire, qui recourt à un réseau de sous-conservateurs, de veiller à ce que les titres appartenant à ses clients soient tenus dans des comptes séparés de ceux recevant les titres qui lui appartiennent personnellement²⁷. Par une sorte de fiction, elle

21. Doc. parl. 4695/00, p. 7.

22. Y. Prüssen, « Le régime des titres et instruments fongibles », art. cit., n° 38-36.

23. Loi du 01/08/2001, art. 4.

24. Doc. parl. 4695/00, p. 7.

25. Loi du 01/08/2001, art. 5.

26. Loi du 01/08/2001, art. 6 al. 3 « Sans préjudice de l'article 7, il ne peut faire valoir ce droit qu'à l'égard de son dépositaire ».

27. Loi du 01/08/2001, art. 12.

considère, au surplus, que les titres confiés à des sous-conservateurs, même étrangers, sont censés être restés entre les mains du dépositaire originaire²⁸. Reprise du règlement grand-ducal de 1971, la solution présente l'avantage d'éviter l'ubiquité qui résulterait inévitablement d'une localisation sur le fondement de la *lex rei sitae* de titres détenus, comme c'est généralement le cas, à travers une chaîne de conservateurs globaux et de sous-conservateurs. Dans une situation internationale, la règle ne tient évidemment que pour autant qu'elle ne se heurte pas à un conflit positif de lois. Celui-ci devrait être évité dans la mesure où la loi applicable sera déterminée selon la règle de conflit inscrite dans la directive européenne sur le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres²⁹ ou celle sur les contrats de garantie financière³⁰ qui l'une et l'autre reposent sur le même critère de localisation. Cette solution n'est toutefois pas celle que retient la récente Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire³¹ selon laquelle la loi applicable est, en principe, celle qui dans l'intention des parties doit régir le contrat de dépôt.

Il existe de surcroît une hypothèse particulière où le client peut revendiquer ses titres entre les mains d'un sous-dépositaire. La loi luxembourgeoise admet, en effet, que l'interdiction faite au déposant de se prévaloir de son droit vis-à-vis des tiers doit céder lorsque le dépositaire est placé en faillite ou frappé par toute autre procédure de concours ou d'assainissement. À l'instar des droits belge et suisse, elle reconnaît même aux déposants le droit de saisir les titres sous-déposés appartenant en propre à leur dépositaire si pour une raison quelconque la masse de titres disponibles s'avère insuffisante pour honorer leur propriété. Les

28. Loi du 01/08/2001, art. 12. Le projet de loi donne à propos de cet article le commentaire suivant : « Le droit luxembourgeois applique d'abord la règle de conflit classique sur le statut réel des biens (*lex rei sitae* ou *lex situs*). Il présume, dans ce contexte, que la situation du titre inscrit en compte auprès d'un dépositaire se trouve au siège social ou d'exploitation du dépositaire, même si le titre fait l'objet d'un sous-dépôt ou d'une inscription en compte à l'étranger par le et au nom du dépositaire. Cette règle se trouve encore affinée par le caractère fongible des titres détenus par le dépositaire et la nature incorporelle du droit du déposant. Comme ce droit ne peut s'exercer, en principe, qu'à l'égard du dépositaire, il est régi par la loi luxembourgeoise aussi longtemps que le compte dans lequel le titre est inscrit au nom du déposant est tenu à Luxembourg. Celle-ci régit donc l'ensemble du statut réel du titre alors que la loi étrangère éventuellement applicable au titre se borne à régir les droits que confère le titre vis-à-vis de l'émetteur », Doc. parl. 4695/00, p. 9.

29. Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998.

30. Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002.

31. Convention disponible sur le site de la Conférence de La Haye de droit international privé, http://hcch.e-vision.nl/index_fr.php?act=conventions.text&cid=72 ; pour un commentaire récent et approfondi voir P. Bloch et H. De Vauplane, « Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 », *JDI*, n° 1, 2005, p. 3.

titres du dépositaire que ce dernier aurait conservé entre « ses mains » serviront, dans ce même cas, également à remplir les droits des déposants³². Sont exclus toutefois de l'assiette de la revendication susceptible d'être exercée par les déposants les titres que le dépositaire détient en qualité de fiduciaire, puisque sa propriété est dans ce cas affectée d'une obligation de restitution au bénéficiaire de la fiducie dont les droits méritent d'être sauvegardés³³.

7. L'exercice des droits vis-à-vis des émetteurs. Le fait que le déposant conserve la propriété des titres déposés a pour conséquence qu'il est le seul à pouvoir s'en prévaloir vis-à-vis des émetteurs. Pour lui permettre d'exercer effectivement les droits attachés aux titres, le dépositaire délivre, à sa demande, une attestation certifiant le nombre de titres que possède le déposant. *« En vue de la participation à l'assemblée générale d'une société le relevé numérique des titres ou autres instruments financiers inscrits à un compte auprès d'un dépositaire peut valablement être remplacé par une attestation du dépositaire délivrée au déposant et constatant l'indisponibilité, jusqu'à la date de l'assemblée générale, des titres ou autres instruments financiers inscrits en compte³⁴. »*

8. Le transfert de titres. Le transfert des titres inscrits en compte auprès d'un dépositaire s'effectue par virement³⁵. L'opération se traduira par une diminution des titres tenus en compte au profit du donneur d'ordre et l'augmentation corrélative des titres inscrits en faveur du bénéficiaire du virement, auprès du même dépositaire ou d'un autre. Elle résulte ainsi dans un simple ajustement des masses fongibles de titres conservés par le ou les dépositaires concernés et n'aboutit ni à un transfert de titres individualisés, ni, le plus souvent³⁶, au déplacement physique des titres sous-jacents aux dépôts.

32. Loi du 01/08/2001, art. 7.

33. Quoique le commentaire de cet article dans le projet de loi affirme que « le concept de fiducie doit être entendu au sens large et englobe ainsi les transferts de propriété à titre de garantie » (Doc. parl. 4695/00, p. 8), seuls les transferts de propriété à titre de garantie conclus sous la forme d'un contrat fiduciaire, conformément à la loi du 27 juillet 2003 relative au trust et aux contrats fiduciaires (<http://observatoire.codeplaf.lu/LOI0988>), bénéficient à notre sens de cette protection.

34. Loi du 01/08/2001, art. 8.

35. Loi du 01/08/2001, art. 3, P. Mousel et F. Fayot, art. cit., n° 39-73 et s.

36. Un déplacement physique n'aura lieu qu'à condition d'abord, évidemment, que les titres aient été émis – ce qui n'est pas le cas tant qu'ils sont représentés par un certificat global et, en second lieu, que le transfert ne se fasse pas entre deux banques qui n'ont pas leur compte auprès du même ICSD ou CSD.

La législation luxembourgeoise ne prend pas expressément position sur le moment exact du transfert. Dans la mesure où celui-ci ne porte pas sur des titres individualisés mais sur un droit réel *suis generis* existant sur une masse indivise de titres fongibles, le transfert n'intervient pas *solo consensu*. Sauf disposition légale spécifique, il appartient donc aux parties d'arrêter le moment exact du transfert. À défaut, il convient d'appliquer la règle qui gouverne le transfert de propriété des choses de genre ou de raisonner par analogie avec les virements de sommes d'argent pour fixer le transfert au moment du crédit du compte du bénéficiaire. Telle est d'ailleurs la solution retenue par la loi du 1^{er} août 2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie qui règle expressément la question en disposant en son article 3 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 ouvert au nom du cessionnaire ou d'un tiers convenu agissant au profit du cessionnaire ou de leur désignation, dans un compte ouvert au nom du cédant, comme étant la propriété du cessionnaire*³⁷ ».

La loi du 1^{er} août 2001 permet, en revanche, expressément la compensation des mouvements de titres reposant sur des engagements simplement conditionnels ou à terme avec les autres éléments du compte titres, nonobstant la faillite du dépositaire³⁸. À l'instar du droit belge, elle a consacré ainsi la théorie selon laquelle ces comptes comportent une partie dite « différée » à côté de la partie « disponible »³⁹.

9. Le caractère définitif du règlement⁴⁰. Les mouvements de titres au sein d'un « système de règlement des opérations sur titres »⁴¹ sont

37. Loi du 01/08/2001 relative au transfert de propriété à titre de garantie, (<http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0665>) dont le contenu vient d'être repris par la loi du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière, Mém. n° 126 du 16 août 2005.

38. Loi du 01/08/2001, art. 10, art. 10 : « *En cas de faillite, de liquidation ou de toute autre situation de concours ou procédure d'assainissement d'un déposant de titres ou d'autres instruments financiers, les créanciers de celui-ci peuvent faire valoir leurs droits sur le solde disponible des titres ou autres instruments financiers inscrits en compte au nom et pour le compte de leur débiteur, après déduction ou addition des titres ou autres instruments financiers qui, en vertu d'engagements conditionnels, d'engagements dont le montant est incertain ou d'engagements à terme, sont entrés, le cas échéant, dans une partie distincte de ce compte au jour de l'ouverture de l'une des procédures précitées et dont l'inclusion dans le solde disponible est différée jusqu'à la réalisation de la condition, la détermination du montant ou l'échéance du terme.* »

39. L. Dabin, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, Larcier, 2004, n° 160.

40. O. Partsch, "Analysis of the current legal framework for clearing and settlement services in the European Union, together with some tentative considerations concerning the future", *Bulletin Droit et Banque*, n° hors série, juin 2005 ; P. Mousel et F. Fayot, art. cit., n° 39-86 et s.

soumis à des règles particulières destinées principalement à prémunir les risques dits systémiques. La protection prévue à cette fin par la 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 se décline en quatre mesures qui tendent à assurer, conformément à la législation européenne, l'irrévocabilité des ordres de transfert, la validité des compensations, la non-rétroactivité des procédures d'insolvabilité et l'insaisissabilité des comptes.

Dès son introduction dans le système de règlement, un ordre de virement ne peut plus être révoqué ou remis en cause, ni par le participant qui l'a introduit, ni par un tiers⁴². Le moment exact de cette introduction doit être défini par les règles de fonctionnement internes desdits systèmes. L'irrévocabilité est garantie même en cas de faillite d'un participant concerné par le transfert. De la même manière, les compensations opérées sur la base d'ordres introduits dans le système sont plus susceptibles d'être contestées à partir de cette introduction, et ce nonobstant la faillite d'un participant. Par ailleurs, la règle dite de l'« heure zéro » selon laquelle les procédures de faillite, au sens large, rétroagissent à la minute du jour où elles sont prononcées, se trouve neutralisée lorsqu'une telle procédure frappe un participant⁴³. Le dispositif est complété par l'insaisissabilité générale de tous les comptes de règlement⁴⁴, titres ou espèces⁴⁵. Prohibition que renforce l'article 15 de la loi du 1^{er} août 2001 s'agissant des comptes titres tenus par l'opérateur du système, sauf s'il s'agit d'exécuter une sûreté ou une garantie consentie par le déposant au profit de ce dernier. L'interdiction est générale et vise toute mesure judiciaire ou extrajudiciaire, y compris le séquestre ou l'administration provisoire. Une mesure ordonnée par une juridiction étrangère – à la supposer compétente à l'égard du dépositaire – ne pourrait recevoir d'*exequatur* à Luxembourg⁴⁶. Conformément à la directive 98/26/CE toutes les transactions accomplies au sein d'un système sont d'ailleurs régies par la loi qui régit ce système.

41. La loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier soumet à agrément les systèmes de règlement des opérations sur titres opérant sur le sol luxembourgeois, [http:// observatoire.codeplafi.lu/LOI0640](http://observatoire.codeplafi.lu/LOI0640).

42. Loi du 05/04/1993 relative au secteur financier, art. 61-24.

43. Loi du 05/04/1993 relative au secteur financier, art. 61-2.

44. Tels que définis par l'article 34-2 (n) de la loi du 05/04/1993 relative au secteur financier.

45. Loi du 05/04/1993 relative au secteur financier, art. 61-2 (5).

46. Doc. parl. 4695/00, p. 9.

Notons enfin que les dépositaires qui opèrent à titre principal un système de règlement des opérations sur titres sont autorisés à inscrire définitivement des titres aux comptes de leurs participants sur la base de l'engagement irrévocable et inconditionnel d'une banque centrale, d'un autre opérateur de système agréé et surveillé par les autorités compétentes d'un État membre de l'OCDE ou d'un établissement de crédit agréé et surveillé par les autorités compétentes d'un État membre de l'OCDE et agréé comme sous-dépositaire par les prédits dépositaires, d'inscrire ces titres et autres instruments financiers dans leur système à un compte au nom de ce dépositaire ou au nom d'un intermédiaire ou de livrer autrement ces titres à ce dépositaire⁴⁷.

10. **Conclusion.** Reposant sur une démarche éminemment pragmatique, l'ensemble de ces règles permet la circulation aisée et sûre des titres rendus fongibles et dématérialisés par leurs inscriptions dans un compte tenu par un dépositaire central ou un autre professionnel du secteur financier autorisé à exercer cette activité. Le régime présente, au surplus, l'avantage d'être ouvert aux titres émis sous droit étranger aussi bien que vis-à-vis des flux transfrontières de titres.

Il reste au législateur luxembourgeois d'introduire la possibilité d'émettre *ab initio* des titres dématérialisés. La réflexion est d'ores et déjà engagée. En s'appuyant sur les travaux en cours sur un plan international, elle pourrait permettre au droit luxembourgeois de disposer prochainement d'une solution complète de dématérialisation des titres.

47. Loi du 01/08/2001, art. 18.