BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

du 24 janvier 2012

sur les titres dématérialisés

(CON/2012/3)

Introduction et fondement juridique

Le 21 novembre 2011, la Banque centrale européenne (BCE) a reçu une demande de consultation de la part du ministère luxembourgeois des Finances concernant un projet de loi relative aux titres dématérialisés et portant modification de : a) la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier, b) la loi du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier, c) la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales, d) la loi du 3 septembre 1996 concernant la dépossession involontaire de titres au porteur, e) la loi du 1er août 2001 concernant la circulation des titres et d'autres instruments fongibles, f) la loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif, g) la loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif, h) la loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés et i) la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation (ci-après le « projet de loi »).

La BCE a compétence pour émettre un avis en vertu de l'article 127, paragraphe 4, et de l'article 282, paragraphe 5, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et de l'article 2, paragraphe 1, cinquième et sixième tirets, de la décision 98/415/CE du Conseil du 29 juin 1998 relative à la consultation de la Banque centrale européenne par les autorités nationales au sujet de projets de réglementation[1], étant donné que le projet de loi contient des dispositions ayant trait aux systèmes de règlement ainsi que des règles applicables aux établissements financiers, dans la mesure où elles ont une incidence sensible sur la stabilité des établissements et marchés financiers. Conformément à l'article 17.5, première phrase, du règlement intérieur de la Banque centrale européenne, le présent avis a été adopté par le conseil des gouverneurs.

1. Objet du projet de loi

1.1 Le projet de loi réglemente la dématérialisation des titres auxquels s'applique la loi luxembourgeoise, qu'il s'agisse des titres de capital ou des titres de créance émis par des sociétés de droit luxembourgeois[2] ou des titres de créance émis conformément à la loi luxembourgeoise

1 JO L 189 du 3.7.1998, p. 42.

2 Les titres de capital comprennent les titres de capital émis par des sociétés par actions de droit luxembourgeois, notamment les actions, les parts bénéficiaires, les droits de souscription et les parts de fonds commun de placement. Les titres de créance comprennent les instruments financiers sous forme de titres au porteur et les instruments de la dette publique. Toutefois, les effets de commerce, les titres amortissables par tirage au sort par numéros, ainsi que les actions

par des sociétés de droit étranger. La dématérialisation des titres est conçue comme une possibilité supplémentaire, venant s'ajouter à l'éventuelle émission de tels titres de capital et de titres de créance au porteur ou sous forme nominative en application de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. Dès l'entrée en vigueur du projet de loi, la procédure de dématérialisation pourra être utilisée pour convertir les titres au porteur ou nominatifs existants et pour émettre de nouveaux titres sous forme dématérialisée, à condition que la totalité de l'émission soit enregistrée auprès d'un organisme de liquidation ou d'un teneur de compte central unique.

1.2 Les émissions cotées sur des marchés réglementés ne peuvent être dématérialisées qu'auprès d'organismes de liquidation[3]. Les systèmes de règlement des opérations sur titres exerçant leur activité au Luxembourg et soumis au contrôle de la Banque centrale du Luxembourg, régis par la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement (ci-après la « loi relative aux services de paiement »), sont considérés comme de tels organismes de liquidation[4]. Les émissions non cotées peuvent également être dématérialisées auprès d'un teneur de compte central disposant d'un agrément spécifique de la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après la « CSSF »)[5], à moins qu'il n'ait déjà été agréé en tant qu'organisme de liquidation[6]. Les titres qui ont été dématérialisés auprès d'un organisme de liquidation ou d'un teneur de compte central peuvent circuler librement, y compris sur des comptes tenus par des teneurs de compte ; les teneurs de compte se définissent comme toute personne autorisée en vertu de la loi luxembourgeoise à tenir des comptes-titres, y compris des organismes nationaux ou internationaux à caractère public établis au Luxembourg et opérant dans le secteur financier. Afin d'assurer l'intégrité de toutes les émissions, la CSSF peut fixer les règles comptables applicables aux titres dématérialisés maintenus par les organismes de liquidation, les teneurs de compte central et les teneurs de compte[7].

1.3 Le projet de loi modernise également le cadre contenu dans la loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et autres instruments fongibles (ci-après la « loi concernant la circulation des titres ») qui régit la détention et la circulation de titres dans des comptes situés au Luxembourg, quels que soient la forme et le lieu d'émission de tels titres. Le projet de loi aligne la loi concernant la circulation des titres sur la convention d'Unidroit consacrée aux règles matérielles relatives aux titres intermédiés du 9 octobre 2009, et sur la réglementation à venir de l'Union concernant l'harmonisation du droit des titres[8]. En outre, le projet de loi introduit trois

---

émises par les sociétés d'épargne-pension à capital variable ne sont pas considérés comme des titres auxquels s'applique le projet de loi.

3 Voir l'article 4 du projet de loi.

4 Voir l'article 20 du projet de loi.

5 Voir l'article 21 du projet de loi.

6 Voir l'article 25 du projet de loi, introduisant un nouvel article 28-11(2) dans la loi du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

7 Voir l'article 22 du projet de loi.

8 Voir notamment le document de consultation de la Commission européenne « Législation sur la certitude juridique de la détention et du transfert de titres » du 5 novembre 2010, disponible sur le site internet de la Commission à l'adresse suivante : www.ec.europa.eu.

dispositions supplémentaires en vue de renforcer la protection des droits des détenteurs de titres. En premier lieu, il prévoit qu'en cas de procédure de liquidation du teneur de compte, les titulaires de compte-titres concernés acquièrent immédiatement les droits sur les titres qui sont portés au crédit du teneur de compte, sans devoir attendre que ces titres soient portés au crédit de leur propre compte-titres[9]. En second lieu, sans préjudice des règles sur le caractère irrévocable et définitif, traitées séparément[10], le défaut de livraison ou de règlement, constaté à la date et dans les conditions applicables dans le marché pertinent ou fixées par une convention entre les parties ou les règles du système de règlement des opérations sur titres, libère la partie victime de ce manquement de ses obligations correspondantes de livraison ou de paiement, sans préjudice de la responsabilité de la partie défaillante[11]. En troisième lieu, lorsque le teneur de compte concerné procède à la livraison des titres ou au paiement du prix en se substituant au titulaire de compte défaillant, ce teneur de compte acquiert la propriété, à titre de garantie, des titres ou des espèces reçus en contrepartie[12].

2. Dématérialisation des titres

La BCE est favorable à la possibilité de dématérialiser les titres au Luxembourg, dans la mesure où cela contribuera à supprimer la difficulté opérationnelle et les risques liés à la manipulation physique des titres, ainsi qu'à réduire les frais de règlement et de garde, suivant en cela les recommandations SEBC-CERVM relatives aux systèmes de règlement de titres[13] et les futurs principes CSPR-OICV[14]. Dans le même temps, la BCE recommande aux autorités luxembourgeoises de suivre l'évolution de la réglementation de l'Union en ce qui concerne le processus d'harmonisation du droit de l'Union concernant les titres actuellement en cours, y compris l'introduction éventuelle d'une obligation de prévoir la forme dématérialisé pour les titres négociables.

3. Modernisation de la loi concernant la circulation des titres

3.1 La BCE se félicite des modifications apportées à la loi concernant la circulation des titres, qui renforcent la protection et l'exécution des droits des investisseurs détenant des titres auprès d'un

9 Voir l'article 4, paragraphe 2, de la loi concernant la circulation des titres, modifié par l'article 28 du projet de loi.

10 Voir le Titre V de la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement.

11 Voir l'article 15 de la loi concernant la circulation des titres, modifié par l'article 28 du projet de loi.

12 Voir l'article 16 de la loi concernant la circulation des titres, modifié par l'article 28 du projet de loi.

13 Recommandations relatives aux systèmes de règlement de titres et aux contreparties centrales dans l'Union européenne, formulées par le Système européen de banques centrales (SEBC) et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), mai 2009, en particulier la recommandation n° 6 selon laquelle les titres devraient être le plus largement possible immobilisés ou dematerialises et transférés par passation d'écritures sur les livres des dépositaires centraux de titres (DCT). Afin de préserver l'intégrité des émissions de titres et les intérêts des investisseurs, le DCT devrait faire en sorte que l'émission, la détention et le transfert des titres soient effectués de façon appropriée et satisfaisante.

14 Principes pour les infrastructures des marches financiers, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), rapport consultatif, mars 2011, paragraphes 3.1.2 et 3.27.

système de règlement des opérations sur titres, d'un organisme de liquidation, d'un teneur de compte central ou d'un teneur de compte au Luxembourg.

3.2 La BCE est notamment favorable à la modification de l'article 16 de la loi concernant la circulation des titres, qui prévoit que le teneur de compte concerné acquiert la propriété, à titre de garantie, des titres ou des espèces reçus en contrepartie des titres qu'il a lui-même livrés ou des fonds qu'il a versés. Il s'agit de l'une des solutions permettant d'atténuer le risque de crédit pris par l'intermédiaire financier qui finance l'acquisition de titres par ses clients. Elle est particulièrement pertinente pour TARGET2-Titres (T2S), la future plate-forme de règlement de l'Eurosystème, dans la mesure où la protection juridique apportée par le projet de loi concernera notamment les établissements de crédit qui fournissent des liquidités à leurs clients en tant que banques de règlement et refinancent les dépenses relatives à cette activité en ayant recours au crédit intrajournalier accordé par leur banque centrale de l'Eurosystème. Si le client de la banque de règlement n'est pas en mesure de rembourser en fin de journée les liquidités fournies, la propriété des garanties reçues du client reviendra à la banque de règlement, facilitant ainsi la liquidation de l'opération de refinancement effectuée par la banque de règlement avec la banque centrale, sans accroissement du risque de crédit des banques de règlement.

3.3 La modification apportée à l'article 15 de la loi concernant la circulation des titres prévoit que lorsque des titres sont livrés contre règlement d'espèces, le défaut de livraison ou de règlement, constaté à la date et dans les conditions applicables sur le marché pertinent ou fixées par une convention entre les parties ou les règles d'un système de règlement des opérations sur titres, libère les parties de leurs obligations de livraison ou de paiement, sans préjudice de la responsabilité de la partie défaillante. La BCE comprend que cette disposition est proposée pour faire face à certaines situations qui ont été rencontrées lors de la crise financière actuelle, où des ordres de transfert dûment entrés dans le système, concernant une contrepartie à l'égard de laquelle une procédure d'insolvabilité a par la suite été engagée, sont restés non exécutés et suspendus au sein de ce système, dans la mesure où la contrepartie insolvable ne pouvait pas s'acquitter de ses obligations et où les parties ne pouvaient pas convenir immédiatement d'une annulation bilatérale de cet ordre de transfert. La modification proposée reflète une proposition de politique selon laquelle le défaut de livrer ou de régler l'opération portant sur des titres sous-jacents libérera automatiquement les parties de l'obligation d'exécuter l'ordre de transfert correspondant au sein du système. La disposition susmentionnée est « sans préjudice des dispositions » concernant le caractère irrévocable et définitif, traitées séparément[15], qui découlent de l'article 3, paragraphe 1, et de l'article 5 de la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres[16]. À cet égard, la BCE comprend que les dispositions proposées ont pour objectif d'atténuer les effets du principe d'irrévocabilité strictement appliqué de telle sorte que les risques liés à des ordres de transfert non réglés

15 Voir le Titre V de la loi du 10 novembre 2009 relative aux services de paiement.

16 JO L 166 du 11.6.1998, p. 45.

diminuent. La BCE recommande de clarifier la portée de la nouvelle disposition introduite ainsi que le rapport qu'elle entretient avec le caractère irrévocable du règlement garanti par la directive 98/26/CE. En outre, afin d'éviter des incertitudes entourant la mise en œuvre de la modification proposée, il convient d'assurer une coordination appropriée entre les parties à l'opération sur titres, qui peuvent convenir de la date et des conditions de règlement dans leurs accords bilatéraux, et le système de règlement des opérations sur titres, qui est susceptible de prévoir de semblables dispositions dans ses règles de fonctionnement, ainsi également que l'opérateur T2S, qui peut fournir la plate-forme technique de règlement pour le traitement de l'ordre de transfert. À défaut d'une telle coordination, il se pourrait que les parties conviennent qu'elles seront libérées de leurs obligations à la date S, sans que le système de règlement des opérations sur titres et aussi, par conséquent, l'opérateur T2S aient connaissance de cet accord. Dans une telle situation, le système de règlement des opérations sur titres, et donc T2S, pourrait continuer d'essayer de régler l'opération après la date S, ce qui risque d'entraîner une incertitude juridique quant à l'état de cette opération. La BCE recommande que le projet de loi définisse comment la décharge légale des obligations peut être harmonisée avec les règles de l'opérateur d'un système de règlement des opérations sur titres.

Le présent avis sera publié sur le site internet de la BCE.

Fait à Francfort-sur-le-Main, le 24 janvier 2012.

[signé]

Le président de la BCE

Mario DRAGHI