



**Jean-Pierre DEGUÉE**  
Conseiller à la Commission  
bancaire, financière et des  
assurances

# La protection des avoirs de clients après MiFID

Dans le cadre du dossier<sup>1</sup> que la revue de *Droit bancaire et financier* consacre à la transposition en droit belge de la directive 2004/39/CE dite MiFID<sup>2</sup>, ci-après “la Directive”, la présente contribution<sup>3</sup> a pour objet de décrire le nouveau cadre réglementaire régissant la détention d’avoirs de clients par les intermédiaires financiers, qu’il s’agisse d’établissements de crédit ou d’entreprises d’investissement et que ces avoirs consistent dans des espèces<sup>4</sup> ou des instruments financiers.

## Customer Assets Protection after MiFID

*The purpose of this commentary is to describe the new Belgian regulatory framework which, since MiFID, governs the holding of client assets, consisting of either cash or financial instruments, by credit institutions and investment firms.*

### I. Avant MiFID

1. A la suite de la directive 93/22/CEE concernant les services d’investissement dans le domaine des valeurs mobilières<sup>5</sup> et dans le prolongement de la réglementation antérieure<sup>6</sup>, l’article 77 ancien de la loi du 6 avril 1995 prévoyait un régime spécifique

relatif à la détention de dépôts d’espèces par les entreprises d’investissement<sup>7</sup>.

Ce régime se caractérisait par un principe général d’interdiction aux entreprises d’investissement de recevoir des dépôts d’espèces de clients, quelle que soit la qualité du client (et donc en ce compris les

1. La première partie a été publiée dans *Droit bancaire et financier* 2007/VI, p. 367.
2. Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d’instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, *J.O.U.E.*, n° L 145 du 30 avril 2004, p. 1.  
Sur la directive, voy. notamment les contributions de B. SOUSI, P. DE LAUZUN, F. BUISSON, N. JEANMART, A. CAPARRÓS, J.-J. DAIGRE, B. INEL, A. VAN CAUWENBERGE et F. RECINE contenues dans le numéro spécial d’*Eurelia* 2004/2; le dossier “Directive européenne sur le marché des instruments financiers”, *Banque & Droit*, n° 102, juillet-août 2005, pp. 3-31; J. MEYERS, “Key Themes in the Revision of the Investment Services Directive”, *Dr. banc. fin.* 2002/II, p. 80; J. MEYERS et D. BALLEGEER, “Update on the Revision of the Investment Services Directive”, *Dr. banc. fin.* 2002/III, p. 165; K. VUILLEMIN, “Libre propos sur la directive relative aux marchés d’instruments financiers 2004/39/CE”, *Bulletin Joly Bourse* septembre-octobre 2004, p. 579, § 119; M. ELDERFIELD e.a., *A Practitioner’s Guide to MiFID*, City & Financial Publishing, 2007; M. VELENTZA, “Les entreprises d’investissement et les marchés d’instruments financiers”, in *Commentaire J. Mégret. Intégration des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., IEE, Edition de l’Université de Bruxelles, 2007, pp. 149 et s.
3. Pour autant que de besoin, on précise que les opinions exprimées le sont à titre personnel.
4. Dans le cadre du présent commentaire, par facilité de langage, on utilisera indistinctement les vocables “espèces” ou “fonds”.
5. L’art. 10 de la directive 93/22/CEE disposait:  
“L’Etat membre d’origine établit des règles prudentielles que l’entreprise d’investissement est tenue d’observer à tout moment. Ces règles obligent notamment l’entreprise d’investissement:  
– ...;  
– à prendre les dispositions adéquates pour les valeurs appartenant aux investisseurs, afin de protéger les droits de propriété de ceux-ci, notamment en cas d’insolvabilité de l’entreprise, et d’empêcher que l’entreprise d’investissement utilise les valeurs des investisseurs pour son propre compte si ce n’est avec le consentement explicite des investisseurs;  
– à prendre les dispositions adéquates pour les fonds appartenant aux investisseurs afin de protéger les droits de ceux-ci et d’empêcher, sauf dans le cas des établissements de crédit, que l’entreprise d’investissement utilise les fonds des investisseurs pour son propre compte.”  
Voy. l’ancien art. 74 du Titre V, Livre I<sup>er</sup> du Code de commerce (introduit par les arrêtés royaux des 15 octobre 1934 et 30 janvier 1935; voy. FREDERICQ, *Traité de droit commercial*, T. 2, n° 261), l’art. 15 de la loi du 10 juin 1964 (voy. J. LE BRUN, *La protection de l’épargne publique et la Commission bancaire*, Bruxelles, Bruylant, 1979, pp. 37 et s.), l’art. 50 de la loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers.
7. Sur ce régime, voy. J.-M. VAN COTTEM, “La réception de dépôts par les entreprises d’investissement”, *Rev. Banq.* 1996, p. 346; M. GRÉGOIRE, “La ségrégation des dépôts auprès des sociétés de bourse”, in *La réforme des marchés et des intermédiaires financiers*, Cahier AEBBF-Belgium, n° 5, Bruxelles, Bruylant, 1997, p. 625.

clients ayant la qualité d'investisseur professionnel). Ce principe s'accompagnait de certaines exceptions au seul bénéfice des entreprises d'investissement agréées en qualité de société de bourse. Ces exceptions, assorties de conditions, concernaient les dépôts de clients en attente d'affectation à l'acquisition d'instruments financiers ou en attente de restitution.

Outre qu'ils devaient répondre à différentes conditions, les fonds dont la réception était ainsi autorisée étaient – sauf exceptions<sup>8</sup> – soumis à une obligation de placement auprès d'établissement agréés<sup>9</sup> en vue d'assurer une séparation entre les avoirs des clients et les avoirs propres de la société de bourse<sup>10</sup>. Le dispositif légal prévoyait en outre un régime de protection consistant dans l'impossibilité pour l'établissement dépositaire de faire valoir des droits résultant de créances propres à l'égard de la société de bourse sur les fonds ainsi déposés. De même, ces fonds faisaient l'objet d'une certaine indisponibilité dans la mesure où ils ne pouvaient faire l'objet d'une saisie par les créanciers de la société de bourse.

Enfin, en cas de défaillance de la société de bourse, les fonds de clients ainsi déposés se voyaient affectés, par voie de privilège spécial collectif, au remboursement des clients de la société de bourse<sup>11</sup>.

2. S'agissant du volet relatif aux instruments financiers déposés par les clients, le régime de protection consistait essentiellement dans la limitation des catégories d'entreprises autorisées à détenir des instruments financiers de clients, à savoir les seuls établissements de crédit et entreprises d'investissement ayant la qualité de société de bourse.

La protection se complétait par la nécessité d'obtenir le consentement des clients afin de pouvoir utiliser leurs

instruments financiers, tel que cela résultait de l'article 148 § 3 de la loi du 6 avril 1995<sup>12,13</sup>.

Reprenant l'obligation de ségrégation qui était anciennement prévue dans différentes législations<sup>14</sup> tout en remédiant à leur portée extraterritoriale<sup>15</sup>, l'article 26, 16° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers – disposition non entrée en vigueur – prévoyait en outre une obligation pour les intermédiaires qualifiés (au sens de l'art. 2, 10° de cette loi, à savoir essentiellement les établissements de crédit et les entreprises d'investissement) établis en Belgique, de détenir sur des comptes séparés auprès de l'organisme de compensation ou de l'organisme de liquidation les instruments financiers détenus pour compte propre ou pour compte de tiers. La disposition s'appliquait également en cas de détention d'instruments financiers auprès d'autres intermédiaires financiers<sup>16</sup>.

## II. L'apport de MiFID

3. Les dispositions pertinentes de la Directive en matière de protection des avoirs de clients consistent, respectivement en ce qui concerne les instruments financiers et les fonds de clients, dans les paragraphes 7 et 8 de l'article 13<sup>17</sup>.

Ces dispositions disposent de manière sommaire que:

*“7. Toute entreprise d'investissement prend, lorsqu'elle détient des instruments financiers appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits de propriété desdits clients, notamment en cas d'insolvabilité de cette entreprise, et pour empêcher l'utilisation des instruments financiers en question pour compte propre, sauf consentement exprès des clients.”*

8. L'exception à l'obligation de placement concernait les fonds exigibles depuis sept jours maximum, les valeurs de couverture et les dépôts désignés par l'autorité de contrôle, à savoir les fonds des administrateurs, gérants ou des personnes détenant au moins 5% du capital, les fonds des investisseurs professionnels et institutionnels moyennant l'accord exprès et écrit des intéressés (voy. art. 7 et 8 du règlement du 23 novembre 1995 de la Caisse d'intervention sur le placement des fonds de clients approuvé par l'arrêté ministériel du 31 décembre 1995, M.B. 9 mars 1996).
9. Art. 5 du règlement précité de la Caisse d'intervention sur le placement des fonds de clients.
10. La loi du 30 janvier 1996 dont l'art. 11 a modifié l'art. 77 § 2 de la loi du 6 avril 1995 a permis une plus grande diversification des avoirs dans lesquels les fonds devaient être placés en autorisant le placement soit dans des dépôts, soit dans des titres de créances liquides et pondérés à 0% pour le calcul des risques relatif à l'émetteur. Ces placements ne pouvaient toutefois encourir aucun risque de change (art. 3 du règlement précité de la Caisse d'intervention sur le placement des fonds de clients).
11. Voy. M. GRÉGOIRE, “Chronique de jurisprudence. Les sûretés réelles et les privilèges, II<sup>ème</sup> partie (1975-2000), II. Les privilèges (suite)”, *Dr. banc. fin.* 2001/II, p. 88, n°s 238 et s., *Publicité foncière, sûretés réelles et privilèges*, Précis de la Fac. de droit de l'ULB, Bruxelles, Bruylant, 2006, n°s 883-889.
12. Et antérieurement de l'art. 75 § 3 de la loi du 4 décembre 1990.
13. L'art. 31 § 5 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers précise que les placements d'instruments financiers ayant pour effet de les soumettre au privilège spécial des intermédiaires qualifiés et des organismes de compensation ou de liquidation requièrent l'accord du client sous peine de violer l'art. 148 § 3 de la loi du 6 avril 1995.
14. Cette obligation de ségrégation était antérieurement prévue par l'arrêté royal n° 62 du 10 novembre 1967, par la loi du 2 janvier 1991 relative au marché des titres de la dette publique et aux instruments de la politique monétaire et par le Code des sociétés pour les titres dématérialisés des sociétés belges.
15. Voy. *Doc. parl.* Ch. Repr., sess. 2001-02, n°s 1842/001 et 1843/001, pp. 64 et 116-117.
16. Voy. E. PONNET, “La réforme des marchés financiers. Le point de vue des banques”, *Rev. prat. soc.* 2002/3-4, p. 375, n°s 41-45; E. PONNET et A. VAN CAUWENBERGE, “Naar een nieuw financieel toezicht voor de 21<sup>ste</sup> eeuw: de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten”, *T.R.V.* 2003, p. 3, n° 74.
17. Outre les entreprises d'investissement, en vertu de l'article 1<sup>er</sup> par. 2, premier tiret de la Directive, l'article 13 est également applicable aux établissements de crédit lorsqu'ils fournissent un ou plusieurs services d'investissement et/ou exercent une ou plusieurs activités d'investissement.



“8. Toute entreprise d’investissement prend, lorsqu’elle détient des fonds appartenant à des clients, des dispositions appropriées pour sauvegarder les droits desdits clients et, sauf dans le cas d’établissements de crédit, pour empêcher l’utilisation des fonds en question pour compte propre.”

En application de l’approche dite Lamfalussy<sup>18</sup>, l’article 13 paragraphe 10 de la Directive<sup>19</sup> habilite la Commission européenne à arrêter les mesures techniques de ces dispositions.

4. C’est ainsi qu’à la suite des avis de CESR<sup>20</sup>, ces dispositions laconiques de la Directive ont fait l’objet, au niveau 2, de dispositions d’exécution par les articles 16 à 20 de la Directive 2006/73/CE<sup>21</sup>, ci-après “la Directive d’exécution”<sup>22</sup>.

Ce sont donc ces dispositions de la Directive d’exécution qui sont à l’origine des nouvelles règles relatives à la détention d’avoirs de clients consacrées par la nouvelle réglementation belge.

Ces dispositions de niveau 2 consistent dans des règles communes à la *détention* par les intermédiaires financiers d’avoirs de clients en espèces ou en instruments financiers. Ces règles communes se veulent flexibles et proportionnées – dans le respect toutefois des dispositions (même si elles sont sommaires) de la Directive – en fonction des règles de droit matériel applicables, notamment en ce qui concerne les droits sur ou relatifs aux avoirs concernés et les règles en matière de procédures d’insolvabilité<sup>23</sup>. Ces

règles communes concernent également des obligations organisationnelles relatives à la tenue comptable des avoirs concernés.

Les dispositions de la Directive d’exécution encadrent le dépôt d’instruments financiers de clients auprès d’intermédiaires tiers, notamment en mettant l’accent sur les obligations de diligence concernant la sélection de l’intermédiaire tiers. S’agissant de fonds, outre des obligations similaires concernant la sélection d’intermédiaires tiers, les dispositions énumèrent les catégories d’institutions financières auprès desquelles les entreprises d’investissement devront placer les fonds qu’elles reçoivent de leurs clients.

La Directive d’exécution consacre en outre une disposition spécifique aux règles encadrant l’*utilisation* par les intermédiaires financiers d’instruments financiers de clients.

Ces dispositions doivent être lues en relation avec l’article 32 de la Directive d’exécution qui concerne les exigences d’information concernant la préservation des instruments financiers et des fonds des clients<sup>24</sup>.

### III. Le nouveau cadre réglementaire belge

5. La nouvelle réglementation belge en la matière est constituée, d’une part, des dispositions légales de base consistant dans les articles 77 à 77ter<sup>25</sup> de la loi du 6 avril 1995, ci-après “la loi”, nouvellement dénommée loi relative au statut et au contrôle des entreprises d’investisse-

18. Voy. B. SOUSI, “La procédure Lamfalussy à l’épreuve de la directive concernant les marchés d’instruments financiers”, *Euredia* 2004/2, p. 209; P. DELSAUX, “L’indispensable régulation des marchés financiers”, *Reflets et perspectives de la vie économique*, vol. 43, 2004/2, p. 43.

19. Ledit par. 10 dispose qu’“Afin de tenir compte de l’évolution des marchés financiers sur le plan technique et d’assurer l’application uniforme des paragraphes 2 à 9, la Commission arrête, conformément à la procédure visée à l’article 64 paragraphe 2 des mesures d’exécution précisant les exigences organisationnelles concrètes qu’il convient d’imposer aux entreprises d’investissement qui fournissent différents services d’investissement et services auxiliaires et/ou exercent différentes activités d’investissement ou offrent une combinaison de ces services.”

20. Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières/Committee of European Securities Regulators (sur CESR, voy. notamment E. WYMEERSCH, “Het ‘Committee of European Securities Regulators’ of ‘CESR’”, *Dr. banc. fin.* 2007/IV, p. 211; H. REYNIER, “Le rôle de CESR au niveau 3 du processus Lamfalussy”, *Rev. trim. dr. fin.* 2006/1, p. 38).

Voy. le document CESR/05-024c “CESR’s Technical Advice on Possible implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments”, janvier 2005, pp. 33 et s. et le document CESR/05-025 “CESR’s Technical Advice on Level 2 implementing Measures on the first set of mandates – Markets in Financial Instruments – FEEDBACK STATEMENT”, janvier 2005, pp. 19 et s.

21. Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d’exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d’exercice applicables aux entreprises d’investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, *J.O.U.E.*, n° L 241 du 2 septembre 2006, p. 26.

22. Voy. notamment M. RAFFAN, “Conduct of Business Standards – Organisational Requirements”, in *A practitioner’s Guide to MIFID*, City & Financial Publishing, 2007, p. 123, n° 4.7.

23. Voy. la note explicative sur la proposition de directive (disponible sur le site de la Commission européenne: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/dir-2004-39-implement/dir-backgroundnote_en.pdf)), p. 12.

24. Disposition qui doit également être lue en combinaison avec les art. 29 par. 2 et 3 et 43 de la Directive d’exécution.

25. Le § 4 de l’art. 77 constitue la disposition d’habilitation permettant de compléter le dispositif de protection des avoirs des clients, notamment par l’imposition de conditions et modalités concernant les placements des espèces des clients ainsi que par la voie de l’information dont les clients doivent disposer. L’art. 77bis § 2 constitue pour les instruments financiers la base juridique permettant de compléter le régime de protection des clients, notamment en ce qui concerne conditions et modalités auxquelles doivent répondre les dépôts d’instruments financiers effectués par des clients auprès de sociétés de bourse ou d’établissements de crédit et les actes que peuvent poser ces intermédiaires concernant ces instruments financiers, notamment au regard des exigences d’autorisation prévues. Le Roi se voit ainsi habilité à déterminer les règles d’organisation et les règles de protection et d’information des clients afférentes à la réception d’instruments financiers par ces intermédiaires et à leur dépôt auprès d’autres intermédiaires. L’art. 77ter § 2 constitue l’habilitation légale permettant de compléter les règles légales essentielles applicables aux sociétés de bourse et établissements de crédit en matière d’organisation et d’enregistrement comptables concernant les avoirs (à savoir les espèces ou les instruments financiers) de clients.

ment<sup>26</sup> et, d'autre part, des dispositions du Titre V, Chapitre I<sup>er</sup> (art. 60 à 76) de l'arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la Directive concernant les marchés d'instruments financiers, ci-après "l'arrêté royal"<sup>27</sup>. Ces dispositions sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007<sup>28</sup>.

6. On gardera à l'esprit que, dans un souci de simplification législative, l'article 60 de l'arrêté royal énonce quelques définitions liminaires dont celle d'"intermédiaire tiers" défini comme *un intermédiaire auprès duquel l'intermédiaire du client dépose des avoirs de clients*.

C'est à la lecture de ces dispositions liminaires que l'on peut déterminer le champ d'application *ratione personae* des dispositions pertinentes de l'arrêté royal (Titre V, Chapitre I<sup>er</sup>). L'article 60, 2<sup>o</sup> de l'arrêté royal définit un "intermédiaire" comme étant une société de bourse<sup>29</sup> ou un établissement de crédit. On peut donc en déduire que les dispositions relatives à la détention d'instruments financiers de clients s'appliquent dès lors également aux établissements de crédit et ce, qu'ils fournissent ou non un ou plusieurs services d'investissement et/ou exercent ou non une ou plusieurs activités d'investissement<sup>30</sup>. Sur ce point, le choix de la Belgique a donc été d'étendre le champ d'application des exigences découlant de la Directive<sup>31</sup> par rapport à ce qu'une stricte transposition requerrait.

Toujours en ce qui concerne le champ d'application des dispositions relatives à la protection des avoirs de clients, on relève que l'article 21, 6<sup>o</sup> de l'arrêté royal du 20 décembre 1995 relatif aux entreprises d'investissement étrangères dispose que les articles 77 à 77ter de la loi et les

mesures prises en exécution de ceux-ci sont applicables aux succursales belges d'entreprise d'investissement extra-communautaires<sup>32</sup>.

## A. Règles relatives aux dépôts de fonds de clients

### 1. Principe: interdiction pour les entreprises d'investissement de recevoir des dépôts de fonds de clients

7. Comme par le passé, le principe consiste dans l'interdiction pour les entreprises d'investissement de recevoir des dépôts de fonds de clients (art. 77 § 1<sup>er</sup>, al. 1<sup>er</sup> de la loi). Ce principe s'inscrit dans le cadre du monopole pour la réception de fonds remboursables du public établi, sauf exceptions, au profit des établissements de crédit par l'article 4 de la loi du 22 mars 1993 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit<sup>33</sup>.

### 2. Exception pour les sociétés de bourse: les dépôts à vue ou à terme à trois mois maximum, en attente d'affectation

8. L'interdiction de principe pour les entreprises d'investissement de recevoir des dépôts de clients s'accompagne d'une exception au seul bénéfice des sociétés de bourse pour les dépôts à vue, les dépôts à terme renouvelables à trois mois maximum, en attente d'affectation à l'acquisition d'instruments financiers ou en attente de restitution (art. 77 § 1<sup>er</sup>, al. 2 de la loi)<sup>34</sup>.

#### a) Obligations afférentes aux fonds reçus

9. En vue d'assurer une séparation entre les avoirs des clients et les avoirs propres de la société de bourse, les

26. Art. 32 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 visant à transposer la Directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers, M.B. 31 mai 2007, p. 29.315.

Pour rappel, les modifications législatives rendues nécessaires pour les besoins de la transposition ont été apportées par l'arrêté royal du 27 avril 2007.

27. M.B. 18 juin 2007, p. 32.955.

28. Art. 127 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 et art. 106 de l'arrêté royal.

29. Voy. l'art. 47 nouveau de la loi qui restreint désormais le concept d'entreprise d'investissement à deux catégories que sont les sociétés de bourse et les sociétés de gestion de portefeuille et de conseil en investissement (voy. le rapport au Roi précédant l'arrêté royal précité du 27 avril 2007, M.B. 31 mai 2007, p. 29.283, spéc. p. 29.294).

30. En vertu de l'art. 1<sup>er</sup> par. 2, premier tiret de la Directive, son art. 13 était déjà applicable aux établissements de crédit qui fournissent un ou plusieurs services d'investissement et/ou exercent une ou plusieurs activités d'investissement.

31. Comme cette extension prévue par le droit belge concerne le champ d'application *ratione personae* de la Directive, ce choix ne transgresse pas l'art. 4 de la Directive d'exécution qui interdit aux Etats membres d'imposer des obligations supplémentaires par rapport à celles prévues par la Directive d'exécution.

32. Voy. *infra* n° 15 en ce qui concerne l'application de l'art. 77 § 3 de la loi.

33. Voy. notamment J. LE BRUN, *La protection de l'épargne publique et la Commission bancaire*, Bruxelles, Bruylant, 1979, n°s 33 à 61; M. TISON, "Statuut van toezicht op kredietinstellingen. Commentaar bij artikel 4 wet 22 maart 1993", in *Financieel recht. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, 2002.

34. Sur la distinction entre un dépôt en attente d'affectation et un dépôt de fonds remboursables à caractère purement financier, voy. J.-M. VAN COTTEM ("La réception de dépôts par les entreprises d'investissement", *o.c.*, pp. 347-348) qui énonce les critères d'appréciation pertinents (à savoir, la durée de la période d'attente, la proportionnalité du dépôt par rapport au volume de transactions et le fait que les avantages afférents au dépôt ne s'écartent pas des avantages normaux eu égard aux conditions du marché) ainsi que la jurisprudence relative aux interventions de la Caisse d'intervention des sociétés de bourse. Voy. ainsi Bruxelles (ch. suppl. G) 27 mars 2003, *Le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers/Delwiche*, inédit, R.G. 1995/AR/3133; Bruxelles (16<sup>e</sup> ch.) 30 octobre 2003, *Le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers/Roefs, SA Euronext et Schoepp*, inédit, R.G. 1997/AR/2743; Bruxelles (ch. suppl. G) 9 novembre 2003, *Le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers/Loir-Lebas*, inédit, R.G. 1994/AR/3718; Bruxelles (16<sup>e</sup> ch. S) 26 novembre 2003, *Le Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers/Van Roey et Grade*, inédit, R.G. 1994/AR/3719 ainsi que le rapport annuel du Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers, 2003, pp. 15-16.



fonds reçus conformément à l'article 77 § 1<sup>er</sup>, alinéa 2 de la loi par les sociétés de bourse sont, comme par le passé, soumises à une **obligation de placement** auprès d'un ou plusieurs établissements énumérés au § 2, alinéa 1<sup>er</sup> dudit article 77.

Les fonds de clients doivent ainsi être déposés auprès d'entités ayant la qualité de banque centrale, d'établissement de crédit ou de fonds de marché monétaire. L'article 63 de l'arrêté royal définit, conformément à l'article 18, § 2 de la Directive d'exécution, la notion de fonds de marché monétaire. Il s'agit d'organismes de placement collectif dont la politique d'investissement consiste dans des instruments du marché monétaire (certificats de trésorerie, *commercial paper*, *asset backed commercial paper*, ...).

L'article 18 § 3, alinéa 3 de la Directive d'exécution prévoit que le client de la société de bourse peut s'opposer au placement de ses fonds dans un fonds du marché monétaire qualifié. En vue de pouvoir justifier du respect d'un tel refus, l'article 64, alinéa 3 de l'arrêté royal prévoit qu'aux fins de satisfaire à l'obligation de placement, les espèces des clients ayant exprimé un refus devront être déposées sur des comptes individualisés ou sur des comptes globaux spécifiques à ces clients.

## b) Modalités

10. L'arrêté royal définit une série de modalités concernant l'obligation de placement des fonds de clients.

L'article 61 de l'arrêté royal impose que les dépôts de fonds de clients auprès des entités visées à l'article 77 § 2 de la loi soient effectués sur des comptes distincts de ceux ouverts par la société de bourse pour son propre compte auprès du même établissement (**obligation de ségrégation**).

L'alinéa 2 de la disposition précise que ces comptes distincts sur lesquels les fonds de clients sont déposés

peuvent être des comptes clients globaux ou individualisés. A côté de la possibilité d'ouvrir des comptes globaux, cela signifie qu'il peut s'agir de comptes sous-rubriqués au nom de clients individuels, soit encore de comptes directement ouverts au nom de clients individuels, cette dernière hypothèse étant rarissime dans la pratique.

Le recours à des comptes sous-rubriqués au nom de clients individuels de la société de bourse ne modifie pas le droit découlant des espèces ainsi portées en compte: c'est bien la société de bourse qui demeure titulaire de la créance à l'égard de l'établissement dépositaire<sup>35</sup>. La création au sein ou non du compte global, de comptes sous-rubriqués au nom des clients de la société de bourse ne modifie pas le titulaire du droit, les rubriques étant généralement<sup>36</sup> considérées comme de simples indications comptables non constitutives de droit au profit des personnes tierces à la convention d'ouverture de compte<sup>37</sup>.

11. L'article 62 de l'arrêté royal rappelle l'interdiction anciennement prévue par l'article 3, alinéa 3 du règlement précité de la Caisse d'intervention sur le placement de fonds de clients<sup>38</sup>, en interdisant aux sociétés de bourse de courir un risque de change concernant les dépôts de fonds qu'elles reçoivent conformément à l'article 77 § 1<sup>er</sup>, alinéa 2 de la loi. L'interdiction de courir un risque de change porte ainsi sur l'ensemble des dépôts de fonds reçus de leurs clients et ce, que ces fonds soient soumis à l'obligation de remplacement ou en soient exemptés<sup>39</sup>.

Dans le respect de son obligation de placement de fonds de clients, la société de bourse devra faire preuve de diligence dans le choix de l'intermédiaire auprès duquel elle dépose les fonds de ses clients<sup>40</sup>.

Cette obligation de *prudence, soin et diligence*, dit l'arrêté royal<sup>41</sup>, porte sur la sélection, la désignation et l'examen périodique de l'établissement dépositaire et doit prendre en compte, outre l'expertise et la réputation du dépositaire

35. Ce que tendent à démontrer les mécanismes de protection organisés par l'art. 77 § 2, al. 3 et § 3 de la loi (*infra*, n<sup>os</sup> 13 à 15).

36. Sur la controverse relative au statut juridique des fonds gérés en faveur d'autrui, en dehors de toute disposition légale particulière, voy. F. GEORGES, *La saisie de la monnaie scripturale*, Larcier, 2006, n<sup>os</sup> 337 et s.

37. M. GRÉGOIRE, "Chronique de jurisprudence. Les sûretés réelles et les privilèges, II<sup>ème</sup> partie (1975-2000), II. Les privilèges (suite)", *Dr. banc. fin.* 2001/II, p. 88, n<sup>o</sup> 240; G. BLOCK, O. CLEVENBERGH et A.-M. STRANART, *R.P.D.B.*, Compl. VIII, 1995, v<sup>o</sup> *Saisie-arrêt bancaire*, n<sup>os</sup> 62-62bis. Pour une opinion différente consistant à défendre l'idée que la dénomination spéciale du compte et la qualité particulière de son titulaire suffiraient à rendre opposable aux tiers la division que ces éléments opéreraient dans le patrimoine du titulaire, et à localiser la créance de restitution de tout ou partie du solde créateur dans la patrimoine des bénéficiaires véritables en relation avec le titulaire ("*kwaliteitsrekeningen*"), voy. E. DIRIX, "Actuele trends in de zakelijke zekerheidsrechten", in *Het zakenrecht: absoluut niet een rustig bezit*, Anvers, 1992, p. 10, n<sup>os</sup> 11-13; L. LANOYE, "Beslag onder derden op een (bank)rekening", in *Liber Amicorum Marcel Briers*, 1993, p. 281, spéc. 285-286.

38. *Supra*, note 8.

39. *Infra*, n<sup>o</sup> 12.

40. Art. 64 de l'arrêté royal assurant la transposition de l'art. 18 § 3 de la Directive d'exécution.

41. Le libellé de la disposition est très révélateur de l'influence anglo-saxonne en ce qui concerne la qualité légistique des textes. Par crainte d'être considéré non conforme au prescrit de la Directive, on observe ainsi une dérive consistant à reproduire des passages entiers des dispositions communautaires – souffrant elles-mêmes de l'influence anglo-saxonne en matière de légistique, qui conduit fréquemment à des répétitions inutiles – et ce, au lieu de rédiger une norme spécifique adaptée aux traditions juridiques civilistes.

taire, les dispositions – tant légales que contractuelles – régissant la détention des fonds. La société de bourse devra ainsi identifier le régime de protection existant sous l'angle de la législation applicable à l'intermédiaire tiers. La société de bourse devra donc prendre en compte l'ensemble des dispositions légales et contractuelles susceptibles d'avoir une incidence – tant positivement que négativement – sur les droits de ses clients, c.-à-d. tant les dispositions éventuellement protectrices des droits de ses clients que les dispositions susceptibles de les affecter<sup>42</sup>: la législation concernée prévoit-elle un régime d'indisponibilité des avoirs de clients, une protection consistant dans un mécanisme de privilège au bénéfice des clients de l'intermédiaire tiers défaillant, ...?

On aperçoit ainsi que la logique du système consiste à mettre l'accent sur la sélection du dépositaire (par la prise en compte de divers éléments allant de la sécurité juridique encadrant la détention de fonds jusqu'à la réputation du dépositaire). On ne peut s'empêcher de penser que cette obligation de diligence concernant le choix de l'intermédiaire auprès duquel sont déposés les fonds de clients est de nature à créer des effets pervers, que ce soit en termes de concurrence entre systèmes juridiques ou encore en accentuant les difficultés qu'un intermédiaire financier peut connaître. Ainsi, à suivre la disposition, des dépôts de fonds ou leur maintien auprès d'un intermédiaire dont les difficultés – le cas échéant limitées à des problèmes de liquidité – seraient connues, seraient en contrariété avec cette obligation de diligence. Comment, dans un tel contexte, ne pas précipiter les difficultés que traverse un établissement si une intervention extérieure n'est pas mise en place?

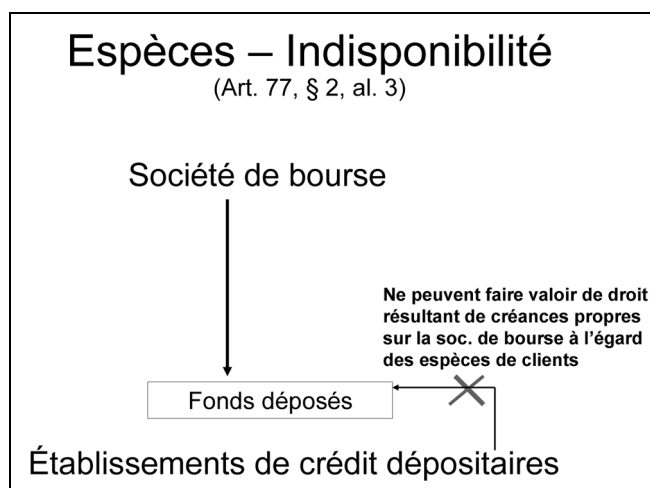
### c) Exception à l'obligation de placement

12. Comme auparavant, l'obligation de placement incombant à la société de bourse fait, en vertu de l'alinéa 2 dudit article 77 § 2, l'objet d'une exception. Cette exception est toutefois limitée aux espèces immédiatement exigibles ou exigibles dans un délai maximum de trois jours ouvrables ainsi qu'aux espèces données en couverture d'engagements de clients. La réduction du délai fixé à 7 jours sous l'ancienne réglementation<sup>43</sup> à un délai d'exigibilité de maximum trois jours s'explique par l'obligation de placer *sans délai* les fonds de clients qui découle de l'article 18 paragraphe 1<sup>er</sup> de la Directive d'exécution.

### d) Mécanismes de protection spécifiques

13. L'article 77 § 2, alinéa 3 nouveau de la loi du 6 avril 1995 reprend la disposition relative à l'indisponibilité des avoirs de clients. Aux termes de cette disposition, les établissements auprès desquels les sociétés de bourse déposent les espèces de clients ne peuvent faire valoir sur ces avoirs de droit résultant de créances propres sur la société de bourse, notamment par voie de convention de compensation. Cela implique également que l'établissement dépositaire ne peut se voir consentir un gage ayant ces avoirs pour assiette, ou encore qu'aucune cession ne peut porter sur la créance concernée, ou encore que l'établissement dépositaire ne peut pratiquer une saisie-arrêt entre ses propres mains du crédit du ou des comptes clients<sup>44</sup>.

#### Illustration



14. De même, les créanciers de la société de bourse ne peuvent exécuter leurs droits à l'égard de la société de bourse sur ces avoirs. Comme le souligne Mme Grégoire, sans que la disposition n'énonce un principe général de prohibition de l'invocation d'un droit propre aux créanciers de la société de bourse sur les comptes clients, l'esprit de la réglementation commande implicitement, mais sans conteste, qu'au-delà de l'insaisissabilité de la créance née du compte clients par un créancier de la société de bourse, ce soit l'indisponibilité de cette créance que le législateur a entendu assurer en n'autorisant, pas plus que la saisie-arrêt, l'engagement ou la cession<sup>45</sup>.

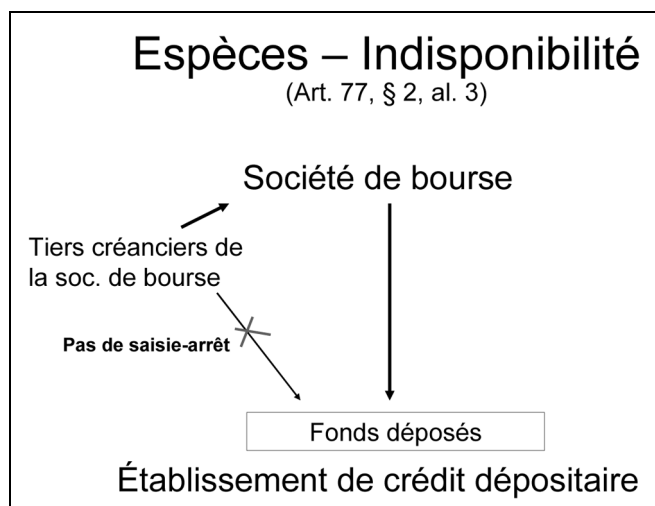
42. Compte tenu de ce que les fonds sont des choses de genre dont le dépôt ne donne, en principe, lieu qu'à un simple droit de créance, l'affectation des droits des clients sera nécessairement "indirecte" dans la mesure où elle sera la suite de l'affectation des droits de la société de bourse à l'égard de l'intermédiaire tiers auprès duquel elle aura déposé les fonds de ses clients (voy. également, *infra*, note 47).

43. Art. 7 § 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup> du règlement précité de la Caisse d'intervention sur le placement des fonds de clients.

44. M. GRÉGOIRE, "Chronique de jurisprudence. Les sûretés réelles et les privilèges, II<sup>ème</sup> partie (1975-2000), II. Les privilèges (suite)", *Dr. banc. fin.* 2001/II, p. 88, n° 241.

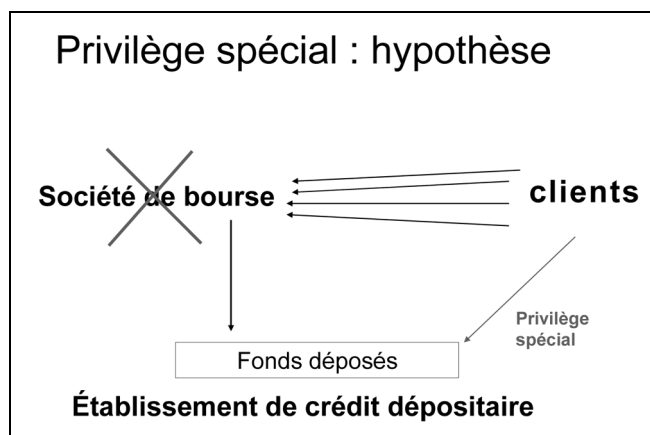
45. M. GRÉGOIRE, *Publicité foncière, sûretés réelles et privilèges*, Précis de la Fac. de droit de l'ULB, Bruxelles, Bruylant, 2006, n° 889.

Illustration



15. L'article 77 § 3 nouveau reformule quant à lui le privilège<sup>46</sup> spécial prévu au profit des clients de la société de bourse sur les espèces déposées en application du § 2, en cas de défaillance de la société de bourse. Ce mécanisme de protection se justifie par le fait que le dépôt des fonds auprès d'un dépositaire tiers engendre, en principe<sup>47</sup>, un droit de créance dans le chef de la société de bourse à l'égard de ce dépositaire. Il convenait ainsi de neutraliser la conséquence logique de ce droit de créance qui aurait consisté, en cas de procédure d'insolvabilité touchant la société de bourse, à faire grossir ses actifs affectés au dédommagement de ses créanciers.

Illustration



En ce qui concerne les succursales situées en Belgique d'entreprises d'investissement extracommunautaires, on a indiqué que l'article 21, 6° de l'arrêté royal du 20 décembre 1995 dispose que les articles 77 à 77ter de la loi et leurs mesures d'exécution sont applicables. S'agissant de l'application du privilège prévu par l'article 77 § 3 de la loi, il convient de rappeler les circonstances dans lesquelles le privilège pourra être exercé. La disposition n'a vocation à s'appliquer qu'en cas de concours entre créanciers de la société de bourse<sup>48</sup>. Si le concours venait à trouver son origine dans l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, une telle procédure ouverte à l'encontre d'une entreprise d'investissement étrangère serait régie par la loi du lieu d'ouverture de cette procédure (*lex fori concursus*). En ce qui concerne une succursale située en Belgique d'une entreprise d'investissement extracommunautaire, bien que cela soit en contradiction avec les principes qui devraient logiquement prévaloir en ce qui concerne les entreprises relevant du secteur bancaire et financier<sup>49</sup>, l'article 118 § 1<sup>er</sup>, 2° du Code de droit international privé autorise les juridictions belges à ouvrir une procédure territoriale<sup>50</sup>. Dans ce contexte, le privilège

46. Un privilège est un droit que la qualité d'une créance donne au créancier d'être préféré aux autres créanciers: le privilège se justifie donc par la qualité d'une créance à laquelle la loi d'un Etat s'attache (voy. notamment. M. GRÉGOIRE, "Chronique de jurisprudence. Les sûretés réelles et les privilèges, II<sup>ème</sup> partie (1975-2000)", *Dr. banc. fin.* 2001/1, p. 17, n<sup>os</sup> 1-2). L'existence du privilège est donc tributaire de la créance (N. WATTE, "Les faillites et les sûretés internationales", *DAOR*, n<sup>o</sup> 44, pp. 9-16, spéc. 14). Dans le cas envisagé, la créance privilégiée est donc la créance du client de la société de bourse sur cette dernière et l'assiette du privilège est la créance de la société de bourse sur son dépositaire en ce qui concerne les fonds de ses clients ainsi déposés.

47. J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, T. IV, 2<sup>e</sup> éd., p. 335, n<sup>o</sup> 455; A. BRUYNEEL, "Le virement", in *La banque dans la vie quotidienne*, Ed. du Jeune Barreau, 1986, p. 405, note 197; P. VAN OMMESLAGHE, "La notion de restitution, le fait générateur, les fondements légaux et contractuels de l'obligation de restitution", in *L'obligation de restitution du banquier*, Cahier AEDBF-Belgium, n<sup>o</sup> 7, Bruylant, 1998, pp. 5 et s., p. 17, n<sup>o</sup> 14; Y. MERCHERS et K. TROCH, "De verbintenis tot teruggave in speciën van de bankier", in *L'obligation de restitution du banquier, o.c.*, pp. 39 et s. et 48, n<sup>o</sup> 9; Ch.-G. WINANDY, "Contribution à l'étude juridique du virement", *Dr. banc. fin.* 2002/IV, p. 192, n<sup>o</sup> 16. *Contra*, Mons 20 février 2003, *J.L.M.B.* 2004/22, p. 96 et les théories monétaristes notamment défendues en France par M. Martin (D.-R. MARTIN, "De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux)", *D.* 1996, pp. 47 et s.; "Introduction", in *L'obligation de restitution du banquier, o.c.*, p. 1, spéc. p. 3) et Mme Lassalas (C. LASSALAS, "La monnaie scripturale", in *Mélanges AEDBF-France*, T. II, Banque éditeur, 1999, p. 247) et récemment encore critiquées par MM. Dieux et Alter (X. DIEUX et C. ALTER, "Observations sur la nature juridique de la monnaie scripturale (spécialement en relation avec l'opposabilité aux tiers des comptes qualifiés)", in *Liber Amicorum Jacques Malherbe*, Bruxelles, Bruylant, 2006, p. 383).

48. M. GRÉGOIRE, "Chronique de jurisprudence. Les sûretés réelles et les privilèges, II<sup>ème</sup> partie (1975-2000), II. Les privilèges mobiliers", *Dr. banc. fin.* 2001/I, p. 17, n<sup>o</sup> 3.

49. *Voy. Doc. parl.* Ch. Repr. 2003-04, n<sup>o</sup> 1157/001, p. 11.

50. V. MARQUETTE, "Compétence internationale en matière d'insolvabilité", in *Het Wetboek Internationaal Privaatrecht becommentarieerd/Le Code de droit international privé commenté*, Intersentia/Bruylant, 2006, p. 618; I. VEROUSTRATE, "Collectieve procedures van insolventie: opening van de procedure en enkele andere bevoegdheidsproblemen in het IPR-Wetboek", *R.D.C.* 2005/6, p. 646, n<sup>o</sup> 21.

prévu par l'article 77 § 3 pourra s'appliquer. Par contre, si la procédure d'insolvabilité à l'encontre de l'entreprise d'investissement étrangère était ouverte à l'étranger et dès lors régie par une législation étrangère, il y aurait alors lieu de déterminer dans quelle mesure la *lex fori concursus* admettrait l'exercice dudit privilège<sup>51</sup>.

La solution sera identique en ce qui concerne les succursales situées en Belgique d'entreprises d'investissement communautaires auxquelles, conformément à l'article 5, 2° de l'arrêté royal du 20 décembre 1995, l'article 77 § 3 de la loi sera d'application.

Prenant en compte la jurisprudence permettant, sous certaines conditions d'identification strictes, de revendiquer des espèces en compte<sup>52</sup>, la disposition réserve le cas des avoirs ayant pu être recouverts par leur titulaire. La disposition réserve ainsi l'hypothèse où une revendication a pu s'exercer au niveau de la société de bourse ainsi que les hypothèses exceptionnelles où il peut être défendu que le client de la société de bourse bénéficie d'un droit direct<sup>53</sup> sur les fonds déposés auprès de l'établissement de crédit tiers et dont les particularités du cas d'espèce permettraient au client de recouvrer ces avoirs par la voie d'une revendication.

## B. Règles relatives aux dépôts d'instruments financiers de clients

### 1. Obligations afférentes aux instruments financiers de clients redéposés

16. Les intermédiaires (à savoir les sociétés de bourse et les établissements de crédit<sup>54</sup>) sont autorisés à déposer les instruments financiers qu'ils détiennent au nom de leurs clients auprès d'intermédiaires tiers (niveau supérieur). Cette possibilité fait l'objet d'un encadrement consistant à appréhender les risques inhérents à la détention de titres au niveau supérieur. Ces risques découlent,

notamment, de la nature du droit résultant de l'inscription des instruments financiers en compte à ce niveau et de l'exercice de ce droit en cas de procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre de l'intermédiaire tiers, ou encore du statut de contrôle auquel est assujéti l'intermédiaire tiers.

#### a) Obligation de ségrégation au niveau supérieur

17. En vue d'éviter toute confusion de patrimoine, et ainsi d'échapper au risque de saisie effectuée au niveau supérieur par des créanciers de l'intermédiaire du client<sup>55</sup>, lorsqu'il procède au dépôt d'instruments financiers de clients auprès d'un intermédiaire tiers, l'intermédiaire du client veille à ce que la comptabilité de cet intermédiaire tiers identifie séparément les instruments financiers des clients à la fois de ceux de leur intermédiaire et de ceux de l'intermédiaire tiers.

Si le moyen d'identification usuel consiste dans l'utilisation de comptes distincts dans lesquels les instruments financiers de clients sont déposés (dans ce cas, ces comptes distincts peuvent être des comptes clients globaux – *omnibus accounts* – ou individualisés), en vue de se conformer à la Directive d'exécution, l'article 66, alinéa 2 de l'arrêté royal prévoit également le recours à d'autres mesures équivalentes assurant le même degré de protection. Compte tenu de la finalité de la disposition, de telles mesures équivalentes ne semblent admissibles qu'à la condition qu'il soit démontré qu'une protection similaire soit assurée au regard des prétentions qui pourraient être exercées sur les avoirs des clients au niveau supérieur. Ainsi, un *reporting* qu'adresserait systématiquement un intermédiaire à son intermédiaire tiers pour l'informer du niveau d'avoirs propres dans un compte global unique (incluant avoirs de clients et avoirs propres) ne semble pas être une mesure équivalente.

51. Sur cette question, voy. notamment N. WATTE, *o.c.*, p. 14; Ph. COLLE et F. T'KINT, "Report for Belgium", in *Cross-Border Insolvency: National and Comparative Studies*, Tübingen, 1992, p. 48, spéc. p. 69; F. RIGAUX et M. FALLON, *Droit international privé*, T. II, Droit positif belge, 2<sup>e</sup> éd., Bruxelles, Larcier, 1993, p. 490, n° 1264.

52. La revendication ne peut avoir pour objet qu'un corps certain; les choses fongibles peuvent devenir des corps certains par individualisation. Les choses de genre, pour être recherchées, doivent donc être individualisées; l'indisponibilité et l'affectation n'équivalent pas à l'individualisation d'un corps certain, condition nécessaire à la revendication (CLOQUET, *Les concordats et la faillite*, *Les Nouvelles*, T. IV, 3<sup>e</sup> éd., 1985, n°s 1648-1649). Voy. encore Bruxelles 15 septembre 1995, *inédit*, R.G. 1428/93 (qui concerne le cas où un client d'une société de bourse était le seul client à avoir déposé des fonds dans une devise donnée). La doctrine semble toutefois évoluer en admettant que l'affectation réalise l'individualisation et permet, dès lors, la revendication (Th. HÜRNER, "Aspects controversés des sûretés et privilèges financiers", *Dr. banc. fin.* 2008/I, p. 28, spéc. p. 38).

53. A supposer, par exemple, que la société de bourse ait ouvert le compte auprès de l'intermédiaire tiers en représentation de son client, qu'il existe une convention de solidarité active donnant un droit de créance direct du client envers l'établissement dépositaire, que la créance ait été cédée au client, ou encore qu'un droit étranger régie la convention de compte et que l'application de ce droit étranger confère un droit direct dans le chef du client de la société de bourse (sur la question du droit applicable, voy. notamment G. STUER, "Réflexion sur le droit applicable à la monnaie scripturale et au virement", à paraître in *Hommages à André Bruyneel*).

54. Art. 60, 2° de l'arrêté royal; voy. *supra*, n° 6.

55. Dans le cadre de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (*infra*, note n° 57), la loi applicable désignée conformément à cette Convention déterminera si les avoirs de clients comptabilisés séparément au niveau supérieur pourront être saisis par des créanciers de l'intermédiaire (art. 2.1, e) de la Convention; sur cette question, voy. notamment le Rapport explicatif de la Convention, n°s 2-24 à 2-26 et J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, "La loi applicable aux titres intermédiaires: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002", *R.D.C.* 2006/1, p. 5, n°s 29 et 38, pt. 2).





**b) Obligation de prudence, soin et diligence dans le choix de l'intermédiaire tiers**

18. Les intermédiaires doivent faire preuve de *prudence, soin et diligence* dans le choix d'un intermédiaire tiers. Tout comme pour l'obligation à charge des sociétés de bourse en ce qui concerne le placement des fonds de leurs clients, l'article 65 de l'arrêté royal dispose que cette obligation concerne la *sélection, la désignation et l'examen périodique* des intermédiaires tiers et ce, notamment au regard de l'expertise et de la réputation dont ils jouissent. La notion d'examen périodique implique donc un suivi des critères sur lesquels doit porter l'appréciation de l'intermédiaire.

Comme on l'a indiqué ci-dessus<sup>56</sup>, cette obligation est de nature à engendrer des effets pervers, notamment en ce qui concerne des intermédiaires dont les difficultés – le cas échéant, intrinsèquement temporaires – qui seraient connues du marché se verraient ainsi amplifiées, ne fût-ce même qu'à plus long terme compte tenu des règles encadrant les dépôts d'instruments financiers en matière de ségrégation et d'utilisation d'instruments financiers de clients.

**(1) Analyse des risques juridiques inhérents à la détention au niveau supérieur**

19. Un aspect essentiel qui doit faire l'objet de l'examen et de la procédure de suivi menés par l'intermédiaire concerne la nature des droits découlant de l'inscription des instruments financiers en compte au niveau des intermédiaires tiers.

Cet aspect, s'il peut paraître simple de prime abord, n'en recèle pas moins des questions extrêmement délicates. Premièrement, il convient en application des règles de droit international privé des juridictions susceptibles d'être saisies, de déterminer la législation qui régira la nature du droit découlant de l'inscription des instruments financiers en compte. Deuxièmement, il convient encore de procéder à un examen des règles de droit matériel de la législation ainsi identifiée, notamment au regard des prérogatives qu'elles confèrent en cas de procédure d'insolvabilité touchant le dépositaire. Enfin, il convient encore de déterminer dans quelle mesure

l'éventuel contexte d'internationalité remet ou non en cause l'application des règles de droit matériel ainsi identifiées ou, en d'autres termes, comment les concilier avec l'application des éventuelles *lex concursus* susceptibles de s'appliquer.

20. S'agissant du premier aspect, l'on sait, dans un contexte d'internationalité, que la solution est incertaine. En l'absence d'une règle de conflit de lois universelle – telle la *Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*<sup>57</sup> – dédiée au particularisme de la *détention scripturale* d'instruments financiers, c'est-à-dire lorsque les titres sont détenus et transférés par voie d'inscriptions en comptes tenus par des intermédiaires financiers<sup>58</sup>, il faut reconnaître que l'exercice nécessite le déploiement de moyens considérables et que les solutions dégagées restent entachées d'insécurité juridique.

On peut ainsi s'interroger sur la manière dont les intermédiaires relevant du droit d'Etats membres qui s'opposent<sup>59</sup> à la signature et la ratification de cette Convention, respectent le prescrit de la Directive d'exécution.

21. S'agissant du deuxième aspect, la nature des droits découlant de l'inscription de titres en compte varie selon les législations. Certaines législations s'en remettent aux conséquences du droit commun en cas de dépôt de titres en régime de fongibilité et considèrent que le droit de propriété sur les titres ainsi déposés disparaît au profit d'un simple droit de créance consistant dans le droit de se faire livrer une quantité donnée de titres équivalents. D'autres législations prévoient quant à elles expressément l'existence d'un droit réel, de propriété ou de copropriété (selon notamment que la législation requiert l'individualisation des titres au nom de leur titulaire ou qu'elle admet le dépôt collectif des titres en fongibilité).

Le droit belge prévoit ainsi que les titres soumis à un régime de fongibilité conformément à l'arrêté royal n° 62<sup>60</sup> confèrent un droit de copropriété de nature incorporelle à l'ensemble des déposants sur l'universalité des titres de même espèce – masse fongible de titres inscrits en compte – déposés auprès du dépositaire (un organisme de

56. *Supra*, n° 11 *in fine*.

57. Le texte final est disponible sur le site <http://www.hcch.net/e/conventions/menu36e.html>.

58. Sur cette problématique, les lacunes des différentes directives communautaires et un examen de la Convention de La Haye, on se permet de renvoyer à l'étude rédigée conjointement avec Diego Devos (J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, "La loi applicable aux titres intermédiaires: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002", *R.D.C.* 2006/1, pp. 5-32).

59. Au nom d'arguments sans fondement ou formulés de manière vague. Pour un examen des critiques adressées à la Convention de La Haye, J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, *o.c.*, n° 38.

60. Arrêté royal n° 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments, tel que coordonné par l'arrêté royal du 27 janvier 2004.

liquidation au sens de l'arrêté royal n° 62<sup>61</sup> ou un de ses affiliés), permettant l'exercice à l'encontre de l'intermédiaire d'un droit de revendication, par ailleurs opposable à tous<sup>62</sup>.

Compte tenu de ce que le droit sur les titres – qualifié de “réel” selon la législation nationale – constitue un droit exerçable à l'encontre du seul intermédiaire direct<sup>63</sup>, certains ont comparé cette approche au “*security entitlement*” consacré ultérieurement par le *Uniform Commercial Code* américain (section 8-110(e) du UCC)<sup>64</sup>.

Ce concept de “*security entitlement*” – conformément à une logique mettant l'accent sur la relation entre l'intermédiaire et son client – consiste à donner au titulaire de titres inscrits en compte un droit de copropriété (outre une série de droits de nature contractuelle) à l'encontre de son intermédiaire opposable aux tiers (notamment les créanciers de son intermédiaire), droit qui peut ainsi être cédé ou donné en garantie<sup>65</sup>.

Ainsi encore, la loi luxembourgeoise du 1<sup>er</sup> août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles prévoit également l'existence de droits de copropriété sur une masse fongible de titres inscrits en compte

permettant l'exercice d'un droit de revendication<sup>66</sup>.

22. Reste encore à déterminer comment concilier le droit résultant de l'inscription d'instruments financiers en compte avec l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre de l'intermédiaire tiers ou, en d'autres termes, comment ce droit peut être mis en œuvre dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre de l'intermédiaire tiers.

En droit communautaire, l'on sait que la directive 2001/24/CE<sup>67</sup> fournit une solution en cas de procédure d'insolvabilité (au sens de cette directive) affectant un établissement de crédit exerçant une fonction de dépositaire (agissant plus particulièrement à titre d'intermédiaire dans les livres desquels sont inscrits les titres ou droits y afférents).

Cette directive, à l'instar du règlement (CE) n° 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité<sup>68</sup>, prévoit deux ordres d'exceptions à l'application de la *lex fori concursus*: d'une part, les questions affectées par la procédure mais pour lesquelles la directive prévoit l'application d'une autre loi. Lorsqu'il est ainsi donné compétence à une autre loi, il convient de se référer également aux règles matérielles de ladite loi relatives aux

61. A l'heure actuelle, sont désignés comme organismes de liquidation en Belgique: la Caisse interprofessionnelle de dépôts et de virements de titres, en abrégé “C.I.K.” (qui utilise la dénomination commerciale “Euroclear Belgium”), Euroclear Bank (A.R. 22 août 2002, M.B. 4 septembre 2002, p. 39.181) ainsi que le Clearing BNB (art. 1<sup>er</sup>, 1<sup>o</sup> A.R. n° 62).

62. Sur ce régime, voy. notamment *Doc. parl. Ch. Repr. 2001-02*, n°s 1842/001 et 1843/001, p. 119; M. VAN DER HAEGEN, “Le système Euroclear”, *Rev. Banq.* 1994, p. 138; B. SERVAES, “Het immobiliseren van effecten: het Belgisch juridisch kader”, in *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Jan Ronse Instituut – KULeuven, Biblio, n° 12, 2000, pp. 513-526, spéc. 521; J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, T. III, 2<sup>e</sup> éd., 1981, pp. 145-151, n° 164; L. DE GHENGI et B. SERVAES, “Collateral held in Euroclear system: a legal overview”, *J.I.B.F.L.* 1999, p. 85; C. BODDAERT, “Verpanding van financiële instrumenten”, in *Voorrechten en hypotheek. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, 2002, n°s 1-35 et “Commentaar bij K.B. nr. 62 van 10 november 1967”, in *Financieel recht. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, 2004; L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières*, Bruxelles, Larcier, 2004, n°s 159 et 194; M. TISON, “Competing for Legal Certainty: The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law”, in *20 ans de dématérialisation des titres en France. Bilan et perspectives nationales et internationales*, Rev. Banque Editeur, 2005, p. 251; sur ce type de régime en général, voy. D. DEVOS, “The Hague Convention on the Law applicable to Book-entry Securities- Relevance for the European System of Central Banks”, in *Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavelli*, European Central Bank Publications, p. 162, note 18.

63. Voy. les art. 12 et 13 de l'arrêté royal n° 62.

64. Voy. H. DE VAUPLANE et F. NIZARD, “Les titres inscrits en compte en droit international privé”, *Mélanges AEDBF-France III*, pp. 401-423. Sur la réforme du UCC, en ce qu'elle concerne le concept de “*security entitlement*” – “*droit sur titres*”, voy. le Doc. réliminaire n° 1 des travaux de la Conférence de La Haye de droit international privé (relatifs à la Convention citée ci-dessus en note 57), notes 92 à 102 citant le rapport explicatif rédigé par le prof. Rogers; R.D. GUYNN et J.S. ROGERS, “United States (New-York)”, in *Cross border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, sous la direction de R. POTOK, Butterworths, 2002, p. 603; C. BJERRE et S. ROCKS, *The ABCs of the UCC. Article 8: Investment Securities*, 2<sup>nd</sup> ed., American Bar Association, 2004.

65. Voy. également F. NIZARD, “Sécurité financière et transfert de titres en droit anglais et en droit new-yorkais”, *Rev. prat. soc.* 2003, p. 227; *Les titres négociables*, Economica-Rev. Banque Edition, 2003, n°s 642 et s. et 797. Dans ce régime, on notera qu'en cas de gage, la mise en gage ne porte pas sur les titres sous-jacents, mais a pour assiette le droit de copropriété sur l'universalité des titres de même nature tels qu'inscrits en compte (voy. l'art. 2, dernier al. de l'arrêté royal n° 62 ainsi que l'*Exposé des motifs* de la loi précitée du 2 août 2002 (*Doc. parl. Ch. Repr. 2001-02*, n°s 1842/001 et 1843/001, pp. 114 et s., spéc. 115)).

66. *Mémorial* 31 août 2001, p. 2180. Voy. W. HAUTEKIET et Ph. DUPONT, “Rapport luxembourgeois”, in *Cross border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, o.c.*, p. 380, n°s 17.12 et 17.13; A. SCHMITT, L. BERTHELET et J. DIF, “Circulation of Securities and other Fungible Instruments”, *J.I.B.L.* 2002, p. 44; J.-F. TRAPP, L. NOGUERA et F. SUDRET, “Transfer of Ownership as Security Act of August 1, 2001”, *J.I.B.L.* 2002, p. 48; P. MOUSEL et F. FAYOT, “La circulation des titres”, in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, ALJB, Bruxelles, Larcier, vol. 3, 2004, p. 1319, n° 39.

67. Directive 2001/24/CE du Parlement et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *J.O.C.E.*, n° L 125 du 5 mai 2001, p. 15. Voy. J.-P. DEGUÉE, “La directive 2001/24/CE sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit: une solution aux défaillances bancaires internationales?”, *Euredia* 2001-02/2, pp. 241 et s. et “The Winding Up Directive Finally Establishes Uniform Private International Law for Banking Insolvency Proceedings”, *E.B.L.R.* 2004, vol. 15, p. 99; R. CERCONE, “European Community Directive on Reorganization and Winding-up of Credit Institutions”, *E.B.L.R.* 2004, p. 685; G. MOSS, I. FLETCHER, S. ISAACS e.a., *The EC Regulation on Insolvency Proceedings. A Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2002, pp. 140 et s., n°s 7.34-7.64; E. GALANTI, “The New EC Law on Bank Crisis”, *International Insolvency Review*, 2002, issue 1, p. 49; B. WESSELS, “Reorganisation and Winding-Up of Branches of Non-European Insurance Companies and Banks”, *J.I.B.L.R.* 2007, p. 555.

On relève qu'un groupe de travail au niveau de la Commission européenne se penche actuellement sur une éventuelle révision de cette directive, notamment au regard d'une prise en compte de la problématique des groupes dans le cadre de procédures d'insolvabilité (voy. le document de la Commission européenne n° EBC/030/07 du 30 octobre 2007 intitulé “Review of the Winding up Directive: progress report”).

68. *J.O.C.E.*, n° L 160 du 30 juin 2000, p. 1.



procédures collectives<sup>69</sup>. D'autre part, les questions qui ne sont pas affectées par la procédure (encore appelées "règles de conflit 'négatives'").

En ce qui concerne l'exercice de droits sur instruments financiers, l'article 24 de cette directive consacre une exception relevant de la première catégorie: le principe consiste à se référer à la loi de l'Etat de localisation de l'intermédiaire dans les comptes duquel sont enregistrés les droits sur les titres. L'article 24 de cette directive ne se limite pas aux garanties portant sur des titres mais vise, en effet, également les droits de (co)propriété ou autres droits sur des titres en dehors de toute opération "dynamique" de transfert ou de garantie. La règle énoncée par l'article 24 de cette directive ne vaut, selon nous, que lorsque les droits sur les instruments financiers inscrits en compte consistent dans des droits de propriété ou d'autres droits – en réalité de même nature – sur de tels instruments, qu'il s'agisse de droits de copropriété (ou encore ceux découlant de sûretés). Si les droits d'un investisseur sur des titres déposés en compte auprès d'un intermédiaire ne consistent que dans des droits de créance à l'encontre de cet intermédiaire, la disposition ne devrait pas trouver à s'appliquer<sup>70</sup>.

23. Lorsque l'intermédiaire a le choix entre plusieurs intermédiaires tiers, il doit, dans la mesure du possible, tenter de privilégier l'intermédiaire tiers auprès duquel la nature des droits découlant de l'inscription d'instruments financiers en compte permet de recouvrer les instruments financiers nonobstant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité affectant cet intermédiaire tiers<sup>71</sup>. Dans la pratique, la détention d'instruments financiers auprès d'intermédiaires tiers peut s'effectuer soit auprès d'intermédiaires tiers – le cas échéant un ICSD<sup>72</sup> – qui détiendront eux-mêmes les titres concernés dans les pays d'émission auprès du CSD national, soit directement dans le pays d'émission<sup>73</sup> auprès du CSD national concerné.

Le choix du mode de détention intermédiée d'un intermédiaire dépend de divers facteurs opérationnels (parmi lesquels, on peut mentionner le profil de son portefeuille

titres, l'infrastructure et les services fournis par l'intermédiaire tiers et la rémunération de ce dernier). La question se pose de savoir comment concilier l'exigence de sécurité selon laquelle l'intermédiaire doit tenter de privilégier l'intermédiaire tiers auprès duquel la sécurité juridique garantit de recouvrer les titres et les exigences de la pratique. Eu égard au libellé de la disposition<sup>74</sup>, il nous semble que la préférence devra être donnée, non à l'intermédiaire qui présente le plus d'assurance juridique *in abstracto*, mais plutôt à celui qui, à niveau de services comparable eu égard aux portefeuilles titres concernés, est de nature à offrir la meilleure sécurité juridique parmi les divers intermédiaires en présence.

## (2) Cadre réglementaire relatif à l'intermédiaire tiers

24. Lorsqu'il sélectionne un intermédiaire tiers, l'intermédiaire doit prendre en compte l'existence ou non de réglementation applicable au niveau de cet intermédiaire tiers prohibant l'usage par cet intermédiaire tiers des instruments financiers ainsi déposés sans autorisation expresse. Compte tenu de l'harmonisation découlant des articles 13 paragraphe 7 de la Directive et 19 de la Directive d'exécution sur ce point, la disposition concerne les cas où la sélection porte sur un intermédiaire tiers dans un Etat non membre de l'Espace économique européen<sup>75</sup>.

25. Transposant l'article 17 paragraphes 2 et 3 de la Directive d'exécution, l'article 68 de l'arrêté royal impose de faire choix d'un intermédiaire tiers relevant d'une réglementation spécifique et faisant l'objet d'un contrôle spécifique de nature prudentielle<sup>76</sup> encadrant la détention d'instruments financiers pour compte de tiers.

Il est néanmoins possible de déroger à cette obligation si la nature des instruments financiers concernés ou des services d'investissement liés à ces instruments financiers le requiert – on pense à l'hypothèse de dépôts directs auprès d'un CSD national ne faisant pas l'objet d'un contrôle sous l'angle prudentiel<sup>77</sup> – ou si les instruments financiers sont détenus au nom d'un client professionnel ayant expressément demandé cette dérogation.

69. Rapport VIRGOS et SCHMIT, n°s 92.2 et 118; M. MENJUCQ, "Ouverture, reconnaissance et coordination des procédures d'insolvabilité dans le règlement 1346/2000", *Bull. Joly Sociétés* décembre 2000, § 278, p. 1109, spéc. p. 1115, note 22.

70. J.-P. DEGUÉE, "La directive 2001/24/CE...", *o.c.*, n° 48; J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, *o.c.*, n° 7.

71. Art. 67, al. 2 de l'arrêté royal.

72. CSDs et ICSDs: national – international *Central Securities Depositories* (voy. J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, *o.c.*, n° 4).

73. La détention dans le pays d'émission peut encore s'effectuer sous la forme d'une inscription directe de l'intermédiaire dans les registres de l'émetteur (titres nominatifs) ou encore, s'agissant de titres dématérialisés, dans les comptes des intermédiaires autorisés ("teneurs de compte") à détenir des comptes de titres dématérialisés.

74. "Il doit, dans la mesure du possible, tenter de privilégier...".

75. Art. 67, al. 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal.

76. Sur la portée de vocable "prudentiel", voy. notamment J.-P. SERVAIS et J.-P. DEGUÉE, "Bancassurfinance: le contrôle prudentiel de la CBFA", in *Bancassurfinance*, Coll. Fac. Droit de l'Université Libre de Bruxelles, Bruylant, 2005, p. 59, n°s 2 et s.

77. Comme p. ex., *Euroclear France* qui ne fait pas l'objet, en France, d'un contrôle de nature prudentielle.

## 2. Utilisation des instruments financiers de clients

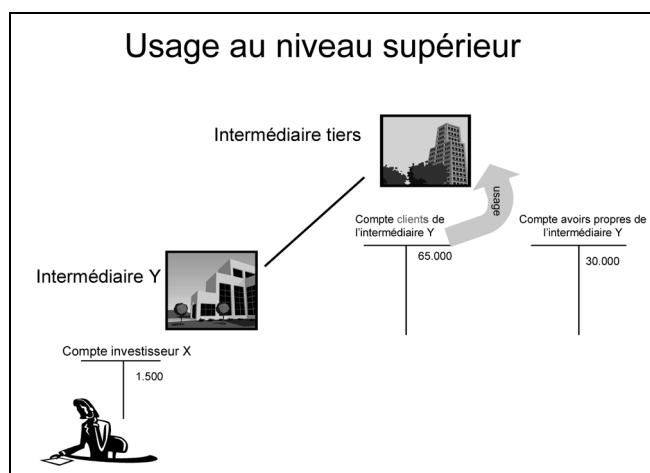
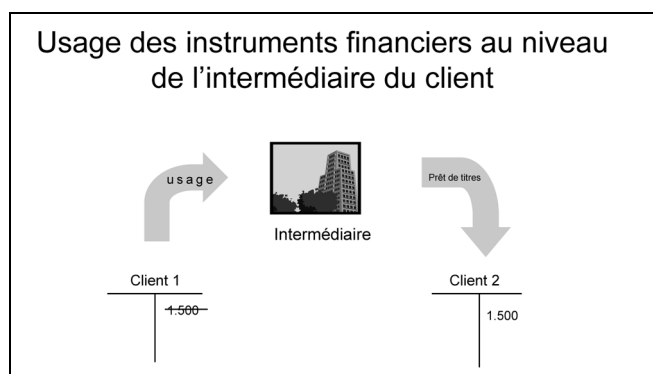
26. S'agissant des instruments financiers de clients, l'article 77bis de la loi formule l'obligation, conformément aux articles 13 paragraphe 7 de la Directive et 19 de la Directive d'exécution, d'obtenir le consentement exprès et préalable du client pour tout usage de ces instruments financiers.

En effet, auparavant, l'obligation d'obtenir l'autorisation préalable du client se déduisait de la sanction pénale prévue par l'article 148 § 3 de la loi du 6 avril 1995. Corrélativement, l'article 148 § 3 est modifié pour effectuer le lien avec l'obligation d'obtenir l'autorisation du client désormais formulée de manière positive par l'article 77bis de la loi. L'utilisation est limitée aux conditions auxquelles le client a consenti. Ceci implique que le consentement ne peut être considéré comme valablement donné que s'il porte sur les cas d'utilisation sollicités et les modalités y afférentes.

27. Conformément à l'article 19 de la Directive d'exécution, l'article 69 de l'arrêté royal précise l'obligation d'obtenir l'autorisation expresse et préalable du client en vue de pouvoir utiliser les instruments financiers qu'il dépose.

Le § 1<sup>er</sup> de la disposition établit la distinction entre l'usage selon les niveaux de détention, à savoir, d'une part, l'usage d'instruments financiers détenus dans les livres de l'intermédiaire (société de bourse ou établissement de crédit) du client (premier niveau de détention intermédiée) et, d'autre part, l'usage d'instruments financiers que détient, pour compte de clients, l'intermédiaire du client auprès d'un intermédiaire tiers (deuxième niveau de détention intermédiée).

### Illustrations



S'agissant de ce second niveau de détention explicitement visé par la Directive d'exécution (art. 19 paragraphe 2), l'article 69 § 2 de l'arrêté royal établit une distinction – elle-même effectuée par la Directive d'exécution – selon que les instruments financiers de clients détenus à ce second niveau le sont sur un compte global ou qu'ils font l'objet d'une ségrégation par client (c.-à-d. détenus sur des comptes individualisés par client). En cas d'utilisation d'un compte global (*omnibus account*) au niveau supérieur, l'arrêté royal prévoit que l'intermédiaire du client ne peut utiliser les instruments financiers portés audit compte global sans (i) qu'une autorisation n'ait été donnée par l'ensemble des clients dont les instruments financiers sont ainsi inscrits audit compte global ou (ii) que l'intermédiaire du client n'ait mis en place des systèmes et des contrôles permettant de vérifier que seuls les instruments financiers de clients ayant donné leur autorisation seront utilisés.

On rappelle que l'article 31 § 5 de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers précise que les placements d'instruments financiers ayant pour effet de les soumettre au privilège spécial des intermédiaires qualifiés et des organismes de compensation ou de liquidation requièrent l'accord du client à peine de violer l'article 148 § 3 de la loi.

28. En ce qui concerne la forme selon laquelle l'autorisation des clients doit être exprimée, l'arrêté royal requiert simplement que l'autorisation soit confirmée, dans le cas d'un client de détail<sup>78</sup>, par sa signature ou par un autre mécanisme de substitution équivalent. On peut s'étonner du faible niveau d'exigences encadrant l'obtention de l'autorisation du client et notamment du fait que, s'agissant de personnes n'ayant pas la qualité de client profes-

78. Art. 2, 29<sup>e</sup> de la loi précitée du 2 août 2002. Voy. F. TANGHE et W. VAN DE WIELE, "MiFID en categorisatie van cliënten", *Rev. banc. fin.* 2007/7, p. 400; V. COLAERT, "Welke bescherming voor welke belegger? Cliëntenclassificatie pre- en post-MiFID", *Dr. banc. fin.* 2007/VI, p. 396, n<sup>os</sup> 16 et s.; voy. encore *infra*, note 93.



sionnel, un acte séparé ayant exclusivement cet objet ne soit pas requis. La raison réside dans l'article 4 de la Directive d'exécution prohibant, sauf exception très limitée, aux Etats membres l'imposition d'obligations plus sévères que celles prévues par la Directive d'exécution.

### C. Règles communes aux dépôts de fonds de clients et aux dépôts d'instruments financiers de clients

29. Afin d'éviter les répétitions au sein des sections précédentes, la section 4 (du Chapitre I<sup>er</sup> du Titre V de l'arrêté royal) reprend des règles communes aux dépôts d'espèces et aux dépôts d'instruments financiers de clients. La première sous-section<sup>79</sup> concerne des règles de type organisationnel. La deuxième sous-section concerne les règles en matière d'information des clients<sup>80</sup>. On observera également qu'en vertu de l'article 101, 5° de la loi<sup>81</sup>, le rapport du commissaire agréé porte sur l'adéquation des dispositions prises pour préserver les avoirs des clients en application articles 77, 77bis et 77ter de la loi et de leurs arrêtés d'exécution.

#### 1. Autres mesures protectrices des clients

30. Transposant ainsi l'article 16 paragraphe 1<sup>er</sup>, a) à c) de la Directive, l'article 77ter de la loi prévoit les règles essentielles en matière d'organisation et d'enregistrement comptables concernant les avoirs de clients (à savoir d'espèces ou d'instruments financiers). Les sociétés de bourse et établissements de crédit doivent ainsi tenir tous les registres et les comptes nécessaires pour permettre de distinguer à tout moment et sans délai les avoirs détenus par un client déterminé de ceux détenus par d'autres clients ainsi que de leurs propres avoirs. De même, les sociétés de bourse et établissements de crédit doivent effectuer *avec régularité* des rapprochements entre leurs comptes et registres internes et ceux de tout intermédiaire tiers auprès de qui ces avoirs seraient détenus.

Pour le surplus le § 2 de l'article 77ter prévoit l'habilitation légale permettant de compléter ces règles applicables

aux sociétés de bourse et établissements de crédit.

L'article 70 de l'arrêté royal prévoit ainsi que les intermédiaires prennent les dispositions organisationnelles appropriées aux fins de minimiser les risques de pertes ou de diminution des avoirs de clients du fait d'abus, de fraudes relatifs à ces avoirs ou à la suite d'une gestion déficiente, d'un enregistrement déficient ou plus généralement, de négligences<sup>82</sup>. Plus concrètement, le § 2 de la disposition<sup>83</sup>, inspiré de l'article 9 du règlement précité de la Caisse d'intervention sur le placement des fonds de clients, impose aux intermédiaires de contrôler *régulièrement*<sup>84</sup> l'adéquation entre les avoirs déposés auprès d'intermédiaires tiers et leurs obligations correspondantes vis-à-vis de leurs propres clients. Ils doivent informer immédiatement la CBFA de toute différence significative affectant les placements auprès d'intermédiaires tiers.

L'article 70 § 3 de l'arrêté royal précise encore que parmi les mesures organisationnelles appropriées aux fins de minimiser les risques de pertes ou de diminution des avoirs de clients, les intermédiaires peuvent procéder à une analyse des législations applicables concernant le droit de recouvrer les avoirs déposés auprès d'un intermédiaire tiers et les procédures d'insolvabilité susceptibles d'être ouvertes à son encontre, à la fois sous l'angle des règles de droit international privé et des règles de droit matériel applicables. En réalité, un tel examen doit déjà, en principe, être effectué en application des articles 64 (en ce qui concerne les espèces) et 65 et 67 (en ce qui concerne les instruments financiers) lors de la sélection de l'intermédiaire tiers<sup>85</sup>. L'article 74, alinéa 2 de l'arrêté royal impose que les clients de détail soient informés des risques identifiés sur base de cette analyse.

Lorsque le niveau de protection découlant des règles ainsi identifiées s'avère inférieur à la protection découlant de l'article 77 de la loi, la possibilité de déposer les avoirs de clients auprès d'un intermédiaire tiers n'est autorisée que si l'intermédiaire prend les mesures adéquates visant à protéger les droits de ses clients<sup>86</sup>, notamment par la voie d'une information appropriée<sup>87</sup>.

79. Qui assure la transposition de l'art. 16 par. 1<sup>er</sup>, f) et par. 2 et 3 de la Directive d'exécution.

80. Découlant des art. 29 par. 2 et 3, 32 et 43 de la Directive d'exécution.

81. Et de l'art. 55, 5° de la loi du 22 mars 1993.

82. Voy. également la circulaire de la CBFA du 10 avril 2007 n° PPB-2007-7-CPB qui clarifie les principes d'une saine pratique en matière d'administration des instruments financiers et les procédures de contrôle qui s'y rattachent.

83. Cette disposition s'inscrit dans le prolongement de l'art. 77ter § 1<sup>er</sup> de la loi.

84. On observera que l'arrêté royal ne prévoit pas de périodicité, celle-ci devant être adaptée en fonction des particularités de chaque intermédiaire.

85. D'un point de vue légistique, ceci illustre la tendance en ce qui concerne la transposition des textes communautaires contenant des répétitions inhérentes à l'approche anglo-saxonne.

86. Comme p. ex., le choix exclusif d'intermédiaires tiers dont les systèmes de protection des dépôts assurent une couverture totale des dépôts de fonds ainsi effectués, nonobstant le statut de professionnel l'intermédiaire effectuant le dépôt (*infra*, n°s 35 et s., spéc. n° 42) ou encore le bénéfice de sûretés couvrant la restitution des fonds par l'intermédiaire tiers.

87. En ce qui concerne le support, voy. l'art. 10 § 3 de l'arrêté royal.

31. Lorsque la législation applicable dans la juridiction de l'intermédiaire tiers ne permet pas de respecter l'obligation de ségrégation imposée au niveau de l'intermédiaire tiers<sup>88</sup>, c'est-à-dire, que les avoirs soient comptabilisés de manière à identifier les avoirs de clients de ceux de leur intermédiaire et de ceux de cet intermédiaire tiers, l'intermédiaire prend toute mesure adéquate ayant un effet équivalent en termes de protection des droits des clients<sup>89</sup>, notamment par la voie d'une information appropriée<sup>90</sup>.

En ce qui concerne les deux cas précités de "mesures adéquates" à prendre, certains pourraient considérer que l'information apparaît plus comme une alternative que comme un exemple d'une telle mesure, conférant ainsi au mot "notamment" la portée du mot "soit".

## 2. Mesures consistant dans l'information des clients

32. L'arrêté royal prévoit une série de points qui doivent faire l'objet d'une information des clients de détail par les entreprises réglementées<sup>91</sup> avant la fourniture de services d'investissement<sup>92</sup>. *Ratione personae*, ces obligations d'information s'imposent donc plus largement dans la mesure où elles concernent non seulement les établissements de crédit et les entreprises d'investissement de droit belge mais également les succursales tant extracommunautaires que communautaires d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement.

Avant la fourniture de service d'investissement, l'information des clients de détail<sup>93</sup> doit ainsi porter sur:

- le fait que les instruments financiers ou fonds de clients peuvent être détenus auprès d'intermédiaire tiers<sup>94</sup>;
- la responsabilité de l'entreprise réglementée en cas de faute de l'intermédiaire tiers ou de procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre de l'intermédiaire tiers<sup>95</sup>. Ceci signifie que l'information doit porter sur les con-

séquences qu'un manquement dans le chef de l'intermédiaire tiers aurait sur les droits de l'entreprise réglementée et dès lors – indirectement – sur les droits de ses clients<sup>96</sup>;

- les risques découlant d'une absence de ségrégation effectuée au niveau supérieur entre les instruments financiers des clients et ceux de l'entreprise réglementée<sup>97</sup>. Intuitivement, on est enclin à penser que cette disposition vise l'hypothèse de l'article 71 de l'arrêté royal selon laquelle la législation de l'Etat où sont détenus les instruments financiers ne permet pas de se conformer à l'obligation de ségrégation prévue par l'article 66<sup>98</sup>. Dans ce cas, l'information portera ainsi sur les risques de perte des instruments financiers des clients, notamment le risque que ces instruments financiers soient inclus dans l'assiette d'une saisie mise en œuvre par des créanciers de l'entreprise réglementée. Eu égard à l'alinéa 4 de l'article 72 qui vise expressément cette situation comme étant une situation particulière, on doit – sur base du principe de l'effet utile<sup>99</sup> – également conclure que l'obligation d'information sur les risques découlant d'une absence de ségrégation effectuée au niveau supérieur concerne une absence de ségrégation au niveau supérieur entre les différents clients de l'entreprise réglementée;
- les obligations et responsabilités, notamment en matière de rémunération, incombant à l'entreprise réglementée à la suite de l'usage d'instruments financiers de clients de détail, en ce compris les conditions de restitution des instruments financiers et les risques encourus par le client.

33. D'autres informations non limitées aux clients de détail sont également requises avant la fourniture de service d'investissement en ce qui concerne:

- les cas dans lesquels les comptes contenant des fonds

88. *Supra*, n<sup>os</sup> 10 et 17.

89. Comme p. ex. ouvrir des comptes auprès de différents intermédiaires tiers afin que les avoirs propres de l'intermédiaire soient déposés auprès d'un intermédiaire tiers différent.

90. En ce qui concerne le support, voy. l'art. 10 § 3 de l'arrêté royal.

91. A savoir une entreprise au sens de l'art. 4, 5<sup>e</sup> de l'arrêté royal, à l'exclusion des sociétés de gestion d'organismes de placement collectif.

92. Sur l'information du client, voy. G. BERARD, "L'information du client dans le cadre de la directive MiFID", *Rev. banque* 2007/7, p. 421.

93. Art. 2, 29<sup>e</sup> de la loi précitée du 2 août 2002. Le concept de "client de détail" nécessite donc d'appréhender celui de "client professionnel" défini quant à lui – conformément à l'art. 2, 28<sup>e</sup> de la loi du 2 août 2002 – à l'Annexe A de l'arrêté royal. La notion de "client professionnel" couvre ainsi les clients professionnels par nature (section I de l'Annexe) ainsi que les clients pouvant être traités comme des professionnels à leur propre demande (section II de l'Annexe). A côté de la possibilité pour les clients professionnels de voir étendre leur protection conformément aux al. 2, 3 et 4 de la section I de l'Annexe, on gardera également à l'esprit le mécanisme prévu (conformément aux art. 26, al. 3 et 27 de la loi précitée du 2 août 2002) par l'art. 3 de l'arrêté royal selon lequel une contrepartie éligible (art. 3 § 1<sup>er</sup>, al. 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal) peut demander à être traitée comme un client professionnel ou un client de détail. Voy. V. COLAERT, *o.c.*, n<sup>os</sup> 16 et s.

94. Art. 72, al. 1<sup>er</sup> de l'arrêté royal.

95. Art. 72, al. 2 de l'arrêté royal.

96. Cette information n'est que le prolongement de l'obligation de diligence en ce qui concerne le choix de l'intermédiaire tiers, notamment au regard de l'ensemble des dispositions tant légales que contractuelles susceptibles d'affecter les droits des clients (art. 64 et 65 de l'arrêté royal; *supra*, n<sup>os</sup> 11 et 18 et s.).

97. Art. 72, al. 3 de l'arrêté royal.

98. *Supra*, n<sup>os</sup> 31.

99. Selon lequel, en matière d'interprétation d'une règle de droit, il faut, dans la mesure du possible, l'assortir d'un effet réel et, par conséquent, il importe de préférer l'interprétation qui assure à la règle une efficacité réelle (P. OST et M. VAN DE KERCHOVE, *Entre la lettre et l'esprit. Les directives d'interprétation en droit*, Bruxelles, Bruylant, 1989, pp. 59 et 137).



ou des instruments financiers appartenant à des clients sont ou seront soumis à une législation autre que celle d'un Etat membre et en quoi les droits des clients afférents à ces avoirs peuvent en être affectés. Cette disposition s'inscrit dans le prolongement de l'obligation de diligence quant à la sélection de l'intermédiaire tiers qui requiert un examen des dispositions tant légales que contractuelles encadrant le dépôt effectué au niveau supérieur. S'agissant d'instruments financiers, cette obligation de diligence conduira à identifier la nature du droit découlant de l'inscription d'instruments financiers en compte au regard de la loi applicable. La nature du droit que pourra exercer l'entreprise réglementée à l'égard de son intermédiaire tiers sera nécessairement de nature à influencer sa capacité à ce que les droits de ses propres clients puissent être honorés. Compte tenu de l'absence d'harmonisation en ce qui concerne les droits résultant de l'inscription d'instruments financiers en compte, on peut s'étonner que cette obligation d'information ne concerne que les cas de détention intermédiés en dehors des Etats membres. Cette bizarrerie découle de la Directive d'exécution<sup>100</sup> ;

- l'existence de toute sûreté ou privilège<sup>101</sup> au profit de l'entreprise réglementée ou d'intermédiaires tiers sur les avoirs des clients<sup>102</sup>.

Cette information doit, en vertu de l'article 10 § 3 de l'arrêté royal, être fournie sur un support durable ou par le truchement d'un site web<sup>103</sup>, et ce moyennant le respect des conditions énoncées à l'article 5 § 3 de l'arrêté royal.

34. L'article 76 de l'arrêté royal organise également une information des clients sous forme d'un relevé de leurs avoirs à communiquer au moins une fois par an et contenant diverses informations notamment en ce qui concerne l'usage des instruments financiers et les rémunérations y afférentes.

#### IV. Traitement des défaillances : la protection des déposants et investisseurs

35. A côté des mécanismes de prévention des défaillances, il y a également lieu de mentionner la protection des clients investisseurs découlant des systèmes de protection des déposants et des investisseurs qui constituent un mécanisme d'indemnisation en cas de défaillance des établissements de crédit et entreprises d'investissement ("protection ex-post") dont on indique, ci-après, les caractéristiques majeures.

##### A. Généralités – Finalités

36. Alors que les règles dites prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement forment ainsi un dispositif de prévention des défaillances<sup>104</sup>, ce dispositif est complété par un second volet consistant dans la protection des déposants et investisseurs en cas de défaillance : la garantie conférée par les systèmes de protection des dépôts et des instruments financiers.

A titre de remarque liminaire, il convient de souligner le *double objectif* généralement reconnu aux systèmes de garantie des dépôts : protéger les déposants et assurer la stabilité de chaque banque et du système bancaire dans son ensemble<sup>105</sup>. En effet, outre l'aspect d'ordre social visant à dédommager les déposants individuels qui n'ont pas les connaissances financières suffisantes afin d'apprécier le risque que présente un établissement, la préoccupation essentielle – et d'ordre économique – consiste à prévenir le risque dit *systémique* résultant de retraits massifs opérés, dans d'autres établissements de crédit que celui dont la défaillance menace ou est survenue, par des épargnants gagnés par la méfiance<sup>106</sup>. On le voit, l'idée implicite, à la base d'un système de protection des dépôts est que les coûts liés à sa mise en place sont sans commune mesure avec le préjudice économique qu'entraîneraient, pour le système bancaire, des retraits massifs de dépôts

100. Art. 29 par. 3 et 32 par. 5.

101. Voy. *supra*, note 13 et n° 27 *in fine*.

102. Art. 74 de l'arrêté royal.

103. L'arrêté royal (art. 5) précise les conditions relatives au support selon que celui-ci soit durable ou selon que l'on recourt à un site web (dans les cas où un tel site ne peut être assimilé à un support durable).

104. J.-L. FORT, "Les règles prudentielles et leurs limites", in *Les établissements de crédit en difficulté*, *Revue de droit bancaire et de la bourse*, n° 55, mai/juin 1996, p. 76; Ch. GAVALDA e.a., *Les défaillances bancaires*, Ass. Ec. Financière, 1995, pp. 21-76; D. ROBINE, *La sécurité des marchés financiers face aux procédures collectives*, L.G.D.J., Bibliothèque de droit privé, T. 400; J.-P. SERVAIS et J.-P. DEGUÉE, "Bancassurfinance : le contrôle prudentiel de la CBFA", *o.c.*, n° 4.

105. Ch. GAVALDA e.a., *Les défaillances bancaires*, Ass. Ec. Financière, 1995, p. 79; P. CLAROTTI, "La directive relative aux systèmes de garantie des dépôts", in *Mélanges Jean Pardon. Etudes en droit bancaire et financier*, AEDBF-Belgium, Bruxelles, Bruylant, 1996, p. 107; M. TISON, "Depositbescherming in België na de wet van 23 december 1994", in E. WYMEERSCH (ed.), *Financieel recht, tussen oud en nieuw*, Antwerpen, Maklu, 1996, p. 275, n° 2; J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection des dépôts et des instruments financiers", *Rev. banque* 4/1999, p. 146, n° 5.

106. Voy. le cas récent de la banque anglaise *Northern Rock*.

bancaires face auxquels il n'existe pas de parade efficace, même pour les établissements sains<sup>107,108</sup>.

La garantie des dépôts et des instruments financiers se présente donc comme un second pilier de la protection des épargnants et investisseurs et de la confiance dans le système bancaire et financier à côté du régime légal fixant le statut et surtout, le contrôle prudentiel des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. L'interrelation entre le contrôle prudentiel et la garantie des dépôts s'illustre également dans la mesure où l'existence de cette garantie n'est concevable que parce qu'elle a pour objet des engagements d'établissements faisant l'objet d'un contrôle dont le niveau d'exigences est harmonisé.

37. L'instauration d'un système de protection des dépôts et des instruments financiers dont les règles essentielles<sup>109</sup> et le niveau d'intervention font l'objet d'une harmonisation minimale trouve son origine dans la directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts<sup>110</sup>, directive complétée par la directive 97/9/CE relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs<sup>111</sup>. Cette dernière directive prévoit un mécanisme de protection similaire en ce qui concerne les entreprises d'investissement et les établissements de crédit qui fournissent des services d'investissements.

La nécessité d'une coordination en la matière est affirmée dans les considérants des directives et repose, d'une part, sur le fait que des disparités trop importantes entre les systèmes nationaux sont de nature à entraver la prestation de services bancaires et d'investissement transfrontaliers<sup>112</sup> et, d'autre part, sur le fait que les clients de succursales doivent être traités de manière égale par rapport à ceux du siège central et que le système d'origine doit dès

lors être compétent pour l'indemnisation des déposants de succursales établies dans des Etats d'accueil.

Ces deux derniers aspects traduisent ainsi, dans le domaine de la protection des dépôts et des instruments financiers, le principe du "*home country control*" consacré depuis la deuxième directive bancaire. Les directives 94/19/CE et 97/9/CE visent encore à établir un niveau minimal harmonisé de garantie des dépôts et des instruments financiers. Cette harmonisation, bien que jugée essentielle<sup>113</sup>, se limite toutefois aux éléments principaux des systèmes de garantie. Elle ne porte notamment pas sur l'organisation institutionnelle des systèmes qui relève de l'appréciation des Etats membres.

## B. Principes énoncés par les directives 94/19/CE et 97/9/CE

38. Chaque Etat membre a l'obligation d'instaurer et de reconnaître un ou plusieurs systèmes de protection des dépôts et des instruments financiers. Les directives ne se prononcent toutefois pas

- sur la question de savoir s'il doit y avoir un ou plusieurs systèmes;
- sur le caractère public ou privé des systèmes;
- sur le mode de financement des systèmes<sup>114</sup>.

Un objectif essentiel étant que tous les dépôts dans la Communauté bénéficient, en principe, d'une couverture, les directives affirment le *caractère obligatoire* de l'adhésion des établissements de crédit et entreprises d'investissement et en fait une condition afin de pouvoir recevoir des dépôts<sup>115</sup> ou de fournir des services d'investissement<sup>116</sup>, chacune de ces catégories respectivement en ce qui concerne les activités autorisées.

107. Voy. à cet égard, le 4<sup>ème</sup> considérant de la directive 94/19/CE.

108. On peut ainsi s'étonner de la motivation donnée par la Cour d'arbitrage dans son arrêt du 20 septembre 2001 (arrêt n° 110/2001 du 20 septembre 2001, M.B. n° 235, 20 novembre 2001, p. 39.322. Voy. également *Dr. banc. fin.* 2001/4, p. 249, note M. TISON, "Depositbescherming en het gelijkheidsbeginsel") sur une question préjudicielle relative à l'art. 110bis<sup>2</sup> de la loi du 22 mars 1993. Voy. également notre commentaire: J.-P. DEGUÉE, "Le particularisme des procédures collectives dans le domaine des établissements de crédit", in *Faillite et concordat judiciaire: un droit aux contours incertains et aux interférences multiples*, Centre J. Renauld, Université Catholique de Louvain, Bruylant, 2002, pp. 115, n° 10.

109. J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection...", *o.c.*, n°s 20-21.

110. Directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 1994 relative aux systèmes de garantie des dépôts (J.O.C.E., n° L 135 du 31 mai 1994, p. 5). Sur la directive, J. LE BRUN, "The Directive on the Protection of Depositors", in *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms. European and International Aspects*, Kluwer Law International, 1995, p. 241; P. CLAROTTI, "La directive relative aux systèmes de garantie des dépôts", *o.c.*; directive sur les systèmes de garantie des dépôts, *Bulletin de la Commission bancaire (française)*, n° 9, novembre 1993, p. 23.

111. Directive 97/9/CE du Parlement européen et du Conseil du 3 mars 1997 relative aux systèmes d'indemnisation des investisseurs (J.O.C.E., n° L 84 du 26 mars 1997, p. 22).

112. L'harmonisation vise ainsi à éviter que les Etats membres ne puissent s'estimer fondés à subordonner la fourniture de services bancaires et d'investissement sur leur territoire à l'adhésion préalable à leur propre système de protection (considérants n° 1 de la directive 94/19/CE et n° 6 de la directive 97/9/CE; M. DUSSEAU, "La Cour de justice condamne le gouvernement allemand à réglementer les systèmes de garantie des dépôts", *Revue de droit bancaire et de la bourse* octobre 1997, p. 206).

113. Voy. le 2<sup>ème</sup> considérant de la directive 94/19/CE ainsi que les considérants 4 et 25 de la directive 97/9/CE.

114. Voy. toutefois les considérants 23 des directives 94/19/CE et 97/9/CE selon lesquels la charge de financement doit normalement incomber aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement. On constate une évolution selon laquelle certains considèrent que des structures de coûts différentes pourraient conduire à des distorsions de concurrence. Voy. sur ce aspect, le rapport de la Commission européenne "Scenario Analysis: Estimating the effects of changing the funding mechanisms of EU Deposit Guarantee Schemes", février 2007, disponible sur le site [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/guarantee/index\\_fr.htm#061106](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_fr.htm#061106).

115. Art. 3 § 1<sup>er</sup> de la directive 94/19/CE.

116. Art. 2 § 1<sup>er</sup> de la directive 97/9/CE.



Les directives fixent un minimum d'une part, de 20.000 EUR par déposant et de 20.000 EUR par investisseur. La question du montant minimal de la garantie est fort délicate. En effet, si, comme l'énonce le 16<sup>ième</sup> considérant de la directive 94/19/CE, il s'agit d'un choix prenant en compte à la fois la nécessité de couvrir une part suffisante des dépôts et l'effet pervers possible selon lequel une générosité excessive pourrait inciter à une mauvaise gestion des établissements<sup>117</sup>, la question d'une concurrence malsaine peut se poser. Une distorsion de concurrence peut résulter, d'une part, de niveaux de protection sensiblement différents entre systèmes et d'autre part, sur le plan du financement, de charges inégales à supporter par les établissements de crédit et entreprises d'investissement<sup>118</sup>.

39. En conformité avec le principe de l'application des normes du pays d'origine qui est à la base de l'harmonisation bancaire, la première règle consiste à affirmer la compétence du système de l'Etat d'origine<sup>119</sup>. Il en résulte que le système d'un Etat donné couvre aussi bien les dépôts et instruments financiers reçus dans l'Etat d'origine que ceux reçus dans d'autres Etats membres que ce soit par des succursales y établies ou par la voie de prestation de services sans établissement.

Le principe de la couverture par le système du pays d'origine pouvait pénaliser les succursales communautaires établies dans les pays où est offerte une couverture très élevée, tels l'Allemagne<sup>120</sup> ou l'Italie<sup>121</sup>. C'est la raison pour laquelle la directive prévoit la possibilité pour une succursale d'adhérer, à titre complémentaire, au système de garantie de l'Etat d'accueil<sup>122</sup>.

En ce qui concerne les succursales relevant du droit d'Etats non membres de la Communauté, les directives<sup>123</sup> disposent que les Etats membres vérifient si elles bénéficient d'une couverture équivalente. A défaut, les Etats

membres peuvent imposer à de telles succursales une adhésion éventuellement complémentaire à un système de garantie existant sur le territoire du pays d'accueil.

### C. Droit belge

40. Le système belge qui résulte de la transposition des deux directives précitées réunit, en un système unique, les systèmes existants antérieurement respectivement en ce qui concerne les établissements de crédit et les entreprises d'investissement<sup>124</sup>. Le système belge repose sur la combinaison de plusieurs actes juridiques de nature distincte:

- la loi du 17 décembre 1998<sup>125</sup> créant un établissement public<sup>126</sup>, le *Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers*, et l'autorisant à créer ou à gérer un ou plusieurs systèmes de protection des dépôts et un ou plusieurs systèmes de protection des investisseurs;
- en ce qui concerne le volet relatif à la garantie des dépôts applicable aux établissements de crédit, l'article 22 et les articles 110 et suivants de la loi bancaire du 22 mars 1993 pour la définition des obligations d'adhésion, pour la définition des conditions minimales d'intervention auxquelles doivent satisfaire les systèmes de protection ainsi que pour les cas d'intervention de l'autorité de contrôle prudentiel découlant de la directive;
- en ce qui concerne le volet relatif à la protection des investisseurs applicable aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement<sup>127</sup>, les articles 112 et suivants de la loi du 6 avril 1995 pour les mêmes aspects;
- un protocole conclu entre *Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers* et le secteur (représenté par les associations professionnelles mais moyennant l'adhésion individuelle des différents établissements de crédit et entreprises d'investissement). Ce protocole règle le financement du système moyen-

117. Ceci à l'instar de l'incertitude qu'il est nécessaire d'entretenir quant à la survenance d'une intervention des banques centrales en qualité de prêteur en dernier ressort afin que les établissements ne prennent pas en compte cette possibilité dans leur gestion ("moral hazard") (voy. notamment G. MOORE, "Solution to the moral hazard problem arising from the lender-of-last-resort facility", *Journal of economic surveys*, vol. 13, n° 4, 1999, pp. 443-473). Sur le concept de *moral hazard* et systèmes de garantie des dépôts, voy. notamment R. GROPP et J. VESALA, *Deposit insurance and moral hazard: does the counterfactual matter?*, European Central Bank, working paper series, n° 47, March 2001 et *Deposit insurance, moral hazard and market monitoring*, European Central Bank, working paper series, n° 302, February 2004.

118. Voy. le rapport précité de la Commission européenne "Scenario Analysis: Estimating the effects of changing the funding mechanisms of EU Deposit Guarantee Schemes", février 2007.

119. Art. 4 § 1<sup>er</sup> de la directive 94/19/CE et 7 de la directive 97/9/CE.

120. *Deposit protection and investor compensation in Germany*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, July 2000, vol. 52, n° 7, p. 29.

121. Pour une étude comparée des différents systèmes, consultez les sites des différents systèmes de protection, disponibles sur le site de l'*European Forum of Deposit Insurers*: <http://www.efdi.net/participantsDetails.asp?IdParticipants=1&Category=members>.

122. Art. 4 § 2 de la directive 94/19/CE et 7, al. 3 de la directive 97/9/CE.

123. Art. 6 de la directive 94/19/CE et 11 de la directive 97/9/CE.

124. J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection...", *o.c.*, n°s 24, 25 et 33.

125. Loi du 17 décembre 1998 créant un Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers et réorganisant les systèmes de protection des dépôts et des instruments financiers, M.B. 31 décembre 1998, 2<sup>e</sup> éd., p. 42.104.

126. Sur la notion d'"établissement public", voy. notamment M.-A. FLAMME, *Droit administratif*, T. I, Bruxelles, Bruylant, p. 294, n° 126.

127. Ainsi qu'aux sociétés de gestion d'organismes de placement collectif autorisées à fournir le service d'investissement de gestion individuelle de portefeuilles (art. 157 de la loi du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement).

- nant la détermination des critères et les modalités d'intervention du système;
- une déclaration du *Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers* publiée au *Moniteur belge*<sup>128</sup> comportant l'engagement du Fonds d'indemniser les déposants et investisseurs victimes de défaillances d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement, et précisant les critères et modalités de cette intervention. Juridiquement, c'est cet avis – qui s'analyse comme un engagement par déclaration unilatérale de volonté<sup>129</sup> – qui donne naissance au droit subjectif au remboursement des déposants et investisseurs en cas de défaillance<sup>130</sup>.

41. Les déposants qui ont confié à un établissement de crédit, en Belgique ou à une succursale de cet établissement dans un autre Etat de la Communauté européenne<sup>131</sup>, des fonds en euros ou en monnaie d'un autre Etat de la Communauté européenne ne participant pas à la monnaie unique européenne, bénéficient d'un droit subjectif à obtenir, en cas de faillite, de demande de concordat (plus exactement de requête en concordat ou de citation en concordat par le procureur du Roi) ou de constat par la Commission bancaire, financière et des assurances de la cessation des remboursements de cet établissement, une indemnisation d'un montant maximum de 20.000 EUR pour les dépôts et avoirs assimilés<sup>132</sup>. Lorsque les fonds auprès de l'établissement de crédit sont en attente d'affectation à l'acquisition d'instruments financiers ou en attente de restitution, l'intervention est prévue quelle que soit la devise<sup>133</sup>. La même intervention vaut en ce qui concerne les sociétés de bourse détenant des fonds en attente d'affectation à l'acquisition d'instruments financiers ou en attente de restitution<sup>134</sup>.

L'intervention au titre de la garantie des dépôts est complétée par une indemnisation d'un même montant pour les instruments financiers détenus par l'établissement de crédit ou par l'entreprise d'investissement pour compte de clients<sup>135</sup>. Cette couverture additionnelle couvre ainsi, au titre de la protection des instruments financiers, les instruments financiers, bons de caisse et autres titres de créance émis par une autre entité que l'établissement de crédit/entreprise d'investissement défaillant et que celui-ci est dans l'incapacité de restituer à ses propriétaires. Ne couvrant que les instruments financiers que l'établissement de crédit/entreprise d'investissement défaillant est dans l'incapacité de restituer, le système n'intervient pas pour préfinancer les procédures de revendication fondées soit sur les règles du droit commun de la faillite et permettant aux investisseurs de récupérer, à certaines conditions d'individualisation, les titres dont ils sont propriétaires<sup>136</sup>, soit sur des règles spécifiques, telles celles prévues par l'arrêté royal n° 62 relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments<sup>137</sup>.

42. Par ailleurs, l'avis du Fonds (point 36) énonce les catégories de créances exclues du bénéfice de ses interventions. Ces exclusions sont essentiellement dues à la qualité des créanciers et visent les avoirs des pouvoirs et organismes publics, ceux des sociétés, financières ou non, à l'exception des sociétés non financières autorisées à établir des comptes annuels abrégés (PME), les dépôts assortis de taux et conditions anormalement élevés par rapport à ceux que pratiquerait ordinairement l'établissement, ainsi que les bons de caisse, obligations et autres titres bancaires subordonnés.

128. Avis du Fonds de protection des dépôts et des instruments financiers, M.B. 25 février 1999, p. 5.728.

129. Sur l'engagement par déclaration unilatérale de volonté, voy. L. SIMONT, "L'engagement unilatéral", in *Les obligations en droit français et en droit belge. Convergences et divergences*, Bruylant, Dalloz, 1994, p. 17.

130. J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection ...", o.c., n° 27.

131. Les avoirs auprès de succursales d'un établissement de crédit/entreprise d'investissement de droit belge établies dans un Etat non membre de la Communauté européenne ne font pas, quant à eux, l'objet d'une intervention systématique. Ils ne sont couverts que sur décision du Comité de direction du Fonds dans les conditions de majorité prévues au point 18 de l'avis du Fonds.

132. Point 14 de l'avis du Fonds. Sont ainsi couverts au titre de la protection des dépôts, à concurrence des 20.000 EUR, d'une part, les dépôts en compte, en livret ou en carnet et d'autre part, les bons de caisse, les obligations et les autres titres bancaires de créance pour autant qu'ils soient nominatifs ou détenus en compte ou en dépôt à découvert depuis un mois au moins avant la survenance de la défaillance ou, si le détenteur les a mis au nominatif, en compte ou en dépôt à découvert au cours de ce mois, que le détenteur établisse sa bonne foi (points, 9, c) et 23 de l'avis du Fonds). Pour le calcul du montant de l'indemnisation, tous les avoirs d'un même titulaire sont additionnés. Ses engagements et dettes envers l'établissement de crédit pouvant faire l'objet d'une compensation légale ou conventionnelle sont déduits (point 22 de l'avis du Fonds). Des règles particulières régissent des cas spéciaux, tels que les comptes indivis, les comptes joints, les comptes d'association, etc. (points 29-31 de l'avis du Fonds).

133. Points, 9, b) et 14 de l'avis du Fonds; J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection...", o.c., n° 40-43.

134. Points 11 et 14 de l'avis du Fonds.

135. Points 10, 12 et 15 de l'avis du Fonds.

136. J.-M. VAN COTTEM, "Le système belge de protection...", o.c., n° 47; A. CLOQUET, *Les concordats et la faillite*, in *Les Nouvelles*, 3<sup>e</sup> éd., Bruxelles, Larcier, 1985, n° 1625.

137. Voy. *supra*, n° 21.



43. Bien que cela ne soit pas imposé par les directives 94/19/CE et 97/9/CE, le système belge, à l'instar de systèmes étrangers<sup>138</sup>, prévoit, à certaines conditions – notamment de majorité au sein du Comité de direction du Fonds –, la possibilité d'interventions préventives pour aider à l'assainissement, à la liquidation ou à la reprise d'un établissement de crédit/entreprise d'investissement dont la bonne fin des engagements serait compromise<sup>139</sup>. L'intervention préventive peut se justifier par l'intérêt général du système monétaire et du crédit ou encore parce que moins coûteuse que le remboursement après faillite<sup>140</sup>.

44. Le système n'établit aucun plafonnement du montant des décaissements occasionnés par la défaillance d'un établissement de crédit/entreprise d'investissement. Le droit à obtenir une indemnisation à concurrence des montants prévus est inconditionnel. Le paiement de tout ou partie des interventions peut toutefois être différé dans le temps lorsqu'en cas de circonstances exceptionnelles, les disponibilités du système seraient inférieures au montant total des paiements à effectuer. Eu égard au fait qu'en cas de ressources insuffisantes, les remboursements sont suspendus jusqu'à la reconstitution de moyens nouveaux issus des contributions des établissements de crédit/entreprises d'investissement et que les remboursements restent exclusivement à charge du Fonds, certains ont critiqué le système belge comme n'étant pas conforme au droit communautaire et en ont conclu que l'Etat pourrait voir engagée sa responsabilité, en termes de conformité du droit belge par rapport aux directives<sup>141</sup>.

A cet égard, plusieurs considérations s'imposent. D'une part, comme le souligne les considérants 23 des directives 94/19/CE et 97/9/CE, si le financement du système doit, en principe, incomber aux établissements de crédit/entreprises d'investissement, il convient d'avoir égard au fait que les capacités de financement doivent être proportionnées à leurs engagements et que le mode de financement ne doit pas mettre en péril la stabilité du système bancaire et financier d'un Etat membre. Ainsi un équilibre doit être trouvé entre l'obligation d'établir un mode de finance-

ment suffisant afin d'assurer le respect de la directive en matière d'indemnisation et la nécessité de ne pas affecter la stabilité du système bancaire et financier en altérant de manière trop importante la rentabilité des établissements de crédit/entreprises d'investissement par une répercussion démesurée de la charge de financement sur leur résultat.

D'autre part, selon la jurisprudence de la CJCE<sup>142</sup> en matière de responsabilité extracontractuelle de l'Etat pour un manquement en matière de transposition de directive – qui consisterait, dans le cas envisagé, dans le fait d'avoir instauré un système dont les ressources s'avèreraient insuffisantes –, le simple constat que le système de garantie n'est pas en mesure de rembourser les déposants d'un établissement défaillant à concurrence du montant prévu par la directive, ne suffit pas à engager la responsabilité de l'Etat. Celle-ci ne pourrait être engagée que si les capacités de financement du système n'étaient pas en relation avec les obligations d'indemnisation *prévisibles* lui incombant.

Ainsi, la responsabilité serait fonction de la manière dont le niveau du financement a été déterminé compte tenu des moyens d'appréciation disponibles tels que les extrapolations de données existantes, l'appréciation de la santé financière du secteur, les études comparatives,...

La finalité des systèmes de garantie des dépôts et des instruments financiers dont les directives imposent la mise en place ne consiste donc pas dans la couverture de situations extrêmes telles que la défaillance d'établissements de grande importance ou la défaillance concomitante de plusieurs établissements de taille moyenne<sup>143</sup>. Il ne peut, en effet, être requis des systèmes de protection des dépôts et des instruments financiers de supporter, dans les conditions définies par les directives, des accidents bancaires de cette ampleur, ce qui se traduirait en réalité par une garantie, au moins partielle, par les pouvoirs publics de l'ensemble des dépôts bancaires. C'est cette portée que la Commission européenne confère à l'avant-dernier considérant des directives 94/19/CE et 97/9/CE.

138. Notamment en France (art. 312-5, II et 322-2 du Code monétaire et financier; *Rapport Commission bancaire* 2000, p. 205) et en Italie (L. CERENZA et E. GALANTI, "Italy", in *International Bank Insolvencies: A Central Bank Perspective*, GIOVANOLI et HEINRICH Editors, Kluwer Law International, The Hague, 1999, p. 109).

139. Art. 9, al. 2, 1° de la loi du 17 décembre 1998; point 53 de l'Avis du Fonds.

140. Pour un tel cas d'intervention, voy. *Rapport Commission bancaire et financière* 1994-95, pp. 44-46; *Rapport Institut de Résecompte et de Garantie* 1994, p. 27.

141. Dans ce sens, M. DASSESE, "La transposition de la directive garantie des dépôts en droit belge: à revoir?", *L'Echo* 16 juin 1995.

142. CJCE 19 novembre 1992, C-6/90 et C-9/90, *Francovicht et Bonifaci*, Rec. C.J.C.E., I-5337; CJCE 19 mai 1992, C-104/89 et C-37/90, *Mulder e.a.*, Rec. C.J.C.E., I-3061; CJCE 5 mars 1996, C-46/93 et C-48/93, *Brasserie du Pêcheur et Factorame*, Rec. C.J.C.E., I-1029; CJCE 26 mars 1996, C-392/93, *The Queen et British Telecommunication*, Rec. C.J.C.E., I-1631; CJCE 23 mai 1996, C-5/94, *The Queen et Hedley Lomas*, Rec. C.J.C.E., I-2553; CJCE 8 octobre 1996, C-178/94, C-179/94, C-188/94, C-189/94 et C-190/94, *Dillenkofer*, Rec. C.J.C.E., I-4845.

143. Il est, en effet, généralement admis que tout système fait l'impasse sur les faillites de grands établissements ainsi que sur les faillites successives d'établissements moyens que ne saurait supporter aucun système de protection des dépôts ("too big to fail").

## V. Conclusions

45. On ne peut s'empêcher de penser que le régime décrit ci-dessus est constitué d'un ensemble de règles importantes par leur nombre et leur degré de complexité. Cette complexité est sans doute inhérente au processus qui prévaut au niveau communautaire concernant l'élaboration des textes normatifs<sup>144</sup>. Ce processus se caractérise notamment par la multiplication des niveaux de décisions découlant de l'approche Lamfalussy, le faible niveau d'efficacité de certains intervenants dans le processus décisionnel et le phénomène selon lequel chaque niveau de compétence se sent contraint de "produire de la norme", en quelque sorte, de manière à justifier son existence<sup>145</sup>.

Or, indépendamment de ce formalisme juridique, les textes existants, notamment en ce qui concerne les exigences d'organisation adéquate en fonction des activités exercées, devaient déjà conduire les intermédiaires financiers – certainement lorsqu'ils ont des contreparties étrangères – à appréhender les risques juridiques découlant du placement d'avoirs auprès d'intermédiaires tiers.

46. Il est clair que la formalisation des bonnes pratiques en matière d'identification et de suivi des règles régissant les dépôts d'avoirs auprès d'intermédiaires tiers aux fins d'une bonne gestion des risques juridiques est de nature à engendrer un coût important. Cet aspect peut utilement faire l'objet d'une mutualisation des coûts inhérents aux *legal opinions* requises. Les associations professionnelles – aux niveaux tant national qu'eupéen – peuvent sur ce point jouer un rôle considérable aux fins d'alléger les coûts individuels inhérents au respect des règles décrites.

47. La complexité des examens auxquels doivent procéder les intermédiaires financiers met en évidence la nécessité d'une harmonisation en la matière.

La première matière à propos de laquelle une avancée est indispensable est celle des règles de conflit de lois. Une règle de conflit de lois adaptée aux réalités de la pratique des instruments financiers, telle que celle de la Convention

de La Haye précitée<sup>146</sup>, reste donc vitale et doit sans plus attendre être d'application pour mettre fin tant aux incertitudes actuelles (avant harmonisation du droit matériel) que futures (après et nonobstant une harmonisation, nécessairement limitée, qui viendrait à être concrétisée).

Certains ont avancé que la ratification de cette Convention n'était pas urgente et devrait s'opérer seulement après harmonisation des règles de droit matériel en matière d'instruments financiers inscrits en compte, ce qui rendrait moins critique l'adoption d'une règle de conflit de lois (telle que celle de La Haye) dans la mesure où le droit matériel "serait identique". Comment souscrire à un tel argumentaire qui fait l'impasse sur les délais et les incertitudes d'une adoption au niveau international ou même eupéen de règles d'harmonisation du droit des titres, dont on ne peut prédire par ailleurs l'étendue, à supposer que ces efforts aboutissent<sup>147</sup>. Ce qui est certain en revanche, c'est que de telles règles d'harmonisation conduiraient au mieux à l'adoption de règles minimales de protection des investisseurs et d'encadrement de la détention de titres scripturaux, ce qui serait déjà un progrès majeur pour tous les opérateurs et leurs clients, sans jamais toutefois aboutir à une véritable *unification* du régime de droit matériel, au vu de la disparité existant sur le plan international ou même communautaire entre les diverses législations civiles, commerciales et financières de chaque Etat et qui continueront à régir aussi certains aspects des opérations sur titres<sup>148</sup>.

48. Lorsque l'analyse de la situation de dépôts auprès d'intermédiaires tiers conduit à une impasse en termes de sécurité des avoirs du client, on observe que le régime décrit ci-dessus laisse une place importante à l'information du client comme succédané à l'adoption par l'intermédiaire de mesures spécifiques protectrices de ses clients. Il va de soi que ce substitut ne pourra être efficace que si l'information donnée aux clients est claire, et fournie de manière compréhensible<sup>149</sup> pour les clients concernés et ce, sur un support spécifique à cette fin de manière à retenir son attention<sup>150</sup>.

144. Voy. également *supra*, notes 41 et 85.

145. Voy. notamment C.H.T., sess. 1991-92, *Rec. H.T.* 1992, p. 69.

146. *Supra*, n° 20.

147. S'agissant du droit matériel, on mentionne que l'harmonisation de la nature des droits résultant de l'entrée en compte d'instruments financiers fait actuellement l'objet d'autres travaux internationaux. Il en va ainsi des travaux menés sous les auspices d'Unidroit (Institut international pour l'uniformisation du droit privé; voy. l'avant-projet de convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiaires (mai 2007) disponible sur le site <http://www.unidroit.org>, ainsi que les notes explicatives préparées par le secrétariat d'Unidroit sur ledit avant-projet, in *Rev. Dr. Unif.* 2005-1/2, pp. 36-111) et, au niveau communautaire, des travaux du "Legal Certainty Group" constitué en janvier 2005 par la Commission européenne dans la foulée de sa communication d'avril 2004 sur le clearing et le règlement-titres en Europe (Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen du 28 avril 2004 intitulée "Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne. Un plan pour avancer" (Com. (2004)0312)).

148. J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, *o.c.*, n° 62.

149. Conformément à l'art. 27 de la loi précitée du 2 août 2002.

150. Cet aspect dépendra du support retenu par les intermédiaires en application de l'art. 10 § 3 de l'arrêté royal.