

L'émission par des véhicules luxembourgeois d'instruments financiers soumis à un droit étranger (2^e partie)

Par Adrian Sedlo, Avocat à la Cour (Sedlo Law Firm)

B. L'ordre public luxembourgeois

1. Notion d'ordre public

La loi étrangère normalement applicable pour une émission d'instruments financiers peut être écartée totalement ou partiellement si elle contrevient aux exigences de l'ordre public luxembourgeois, c'est-à-dire aux conceptions fondamentales de la politique législative luxembourgeoise¹. Il faut que la disposition de droit étranger heurte les conceptions juridiques luxembourgeoises les plus élémentaires ou que l'application fasse scandale².

Pour être écarté, le droit étranger doit être contraire à une règle nationale qui est éminemment essentielle à l'ordre moral, social, politique ou économique luxembourgeois³.

À ce sujet, il ne suffit néanmoins pas que le droit étranger gouvernant l'émission soit contraire à une disposition impérative luxembourgeoise considérée comme d'ordre public sur le plan purement interne en vertu de l'article 6 du Code civil. Une loi d'ordre public interne n'est en effet pas nécessairement une loi d'ordre public en droit international privé luxembourgeois⁴. C'est la distinction classique entre ordre public interne luxembourgeois et ordre public international luxembourgeois, qui a déjà donné lieu à des confusions tant en doctrine qu'en jurisprudence⁵.

En effet, sur le plan interne, les lois d'ordre public sont celles qui ne supportent pas les conventions contraires. Mais elles doivent en principe pouvoir supporter l'application de la loi étrangère, et la sanction de la non application de la loi étrangère par un juge luxembourgeois ne devrait en principe intervenir qu'en toute dernière extrémité.

Ainsi, il est traditionnellement de principe que l'appréciation de la contrariété à l'ordre

public international luxembourgeois doit être guidée par des considérations de tolérance aussi larges que possible et les juges doivent se montrer moins stricts que dans l'application de principes d'ordre public interne à une convention non régie par un droit étranger⁶.

L'article 16 de la Convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (ci-après la « Convention de Rome ») et l'article 21 du Règlement Rome I vont dans le même sens et disposent à ce sujet que « *l'application d'une disposition de la loi désignée par la présente convention [le présent règlement] ne peut être écartée que si cette application est manifestement incompatible avec l'ordre public du for* ».

L'utilisation du terme « manifestement » montre clairement que l'exception d'ordre public international ne doit intervenir que dans des cas extrêmement limités en matière de contrats et ne doit être utilisée qu'avec une extrême parcimonie.

La difficulté pour les juges réside néanmoins dans le fait que l'ordre public international, permettant d'écarter une loi étrangère, soit une notion sans contours précis, évoluant dans le temps et selon les milieux. Cette notion va évoluer au cas par cas et va dépendre très fortement de l'évolution des conceptions juridiques et éthiques⁷. Les décisions contradictoires et confuses en la matière, tant en France qu'à l'étranger, montrent que cette tâche est loin d'être facile pour les juges.

2. Cas d'application de l'exception d'ordre public

a. Les titres de créance

Pour les titres de créance de nature obligataire (par exemple les *bonds*, *notes*, *commercial papers*), les principaux cas d'exception d'ordre public auxquels les praticiens sont

confrontés sont relatifs à l'anatocisme et à la validité des clauses de non assignation en faillite. Le cas des clauses de recours limité et des clauses de subordination sera traité plus bas dans le contexte spécifique de l'impact du droit luxembourgeois comme *lex concursus*.

• L'anatocisme

Concernant l'anatocisme (ou capitalisation des intérêts), se pose en effet la question de savoir si l'article 1154 du Code civil est une disposition d'ordre public international qui aurait pour effet d'écarter toute disposition étrangère y dérogeant. Ledit article dispose que « *les intérêts échus des capitaux peuvent produire des intérêts, ou par une demande judiciaire, ou par une convention spéciale, pourvu que, soit dans la demande, soit dans la convention, il s'agisse d'intérêts dus au moins pour une année entière* ».

En droit luxembourgeois, il ne fait aucun doute que cette disposition soit d'ordre public interne, et plus précisément une loi impérative⁸.

Les conditions d'une capitalisation des intérêts posées par cet article sont redoutables : il y a d'une part, une condition d'annuité obligatoire des intérêts et, d'autre part, une condition de nécessité que la convention ou la demande judiciaire portant anatocisme soit postérieure à la date d'échéance des intérêts capitalisés⁹.

Il s'avère néanmoins qu'en pratique, très peu d'émissions obligataires soumises à un droit étranger ne respectent ces conditions très strictes dans leur intégralité, de sorte que si l'article 1154 du Code civil luxembourgeois était à considérer comme d'ordre public international, le calcul des intérêts tel que prévu dans les contrats d'émission soumis au droit étranger pourrait être remis en cause.

Les auteurs luxembourgeois ainsi que la jurisprudence française ont tranché dans le sens que l'article 1154 du Code civil ne constitue

JURISNEWS

L'actualité législative et jurisprudentielle en une vue rapide et synthétique.

Droit administratif

8 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit du travail

8 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit de la construction et immobilier

6 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit des sociétés

8 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit fiscal

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Arbitrage et procédure civile

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit pénal des affaires

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit de la famille et du patrimoine

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit de la sécurité sociale et fiscalité personnelle

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit bancaire

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Fonction publique européenne

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Investment Management

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Procédures d'insolvabilité

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit des assurances et responsabilité

6 n^{os} par an 155,00 € TTC

NOUVEAU :

Concurrence & pratiques commerciales déloyales

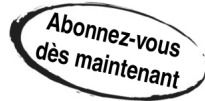
4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Droit des obligations et contrats spéciaux

4 n^{os} par an 155,00 € TTC

Découvrez les différentes JURISNEWS

sur www.promoculture-larcier.lu



Larcier Distribution Services sprl
Siège d'exploitation

Attention ! Changement d'adresse depuis 01/07/2016

Boulevard Baudouin 1^{er}, 25
1348 Louvain-la-Neuve

Tél. : +32 (0)2 548 07 13

Fax : +32 (0)2 548 07 14

commande@larciergroup.com

pas une disposition relevant de l'ordre public international et que ledit article ne devrait donc pas faire échec à l'application d'un droit étranger dérogeant à cet article¹⁰.

Cette solution jurisprudentielle française semble à notre sens être logique et devrait être reprise naturellement par les tribunaux au Grand-Duché. Il n'est en effet que difficilement concevable que cet article 1154 du Code civil suranné puisse encore constituer un principe fondamental de l'ordre juridique luxembourgeois ou un impératif ponctuel de la politique législative luxembourgeoise, surtout au vu de la flexibilité traditionnelle de la place financière luxembourgeoise.

Afin d'éviter tout doute à ce sujet, une clarification législative appropriée (par exemple en modifiant l'article 1154 du Code civil dans le sens d'une exclusion de l'article pour des intérêts dus par des professionnels ou des sociétés) serait la bienvenue.

• Les clauses de non assignation en faillite (non-petition clauses)

Pour ce qui est des clauses de non assignation en faillite, leur validité a été étudiée par un auteur luxembourgeois¹¹ qui a mis l'accent sur l'incertitude régnant en la matière. Les commentaires de l'article 64 de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation confirment cette incertitude qui existait avant l'entrée en vigueur de la loi sur la titrisation¹².

Un des principaux arguments invoqué pour estimer qu'une renonciation à mettre un débiteur en faillite ne saurait être valable est une ancienne jurisprudence belge de 1909 citée notamment par Louis Frédéricq et par André Cloquet dans leurs ouvrages respectifs¹³. La décision en question estima en effet qu'un créancier ne peut pas valablement renoncer au droit de demander la faillite car une telle requête n'est pas faite dans son intérêt exclusif, mais elle a pour but de faire appliquer des dispositions qui intéressent l'ordre public.

Cette décision nous paraît discutable dans la mesure où elle donne l'impression qu'un créancier a un véritable devoir d'assigner en faillite s'il estime que les conditions en sont remplies. Or, il va de soi que l'assignation en faillite ne reste qu'une option pour un créancier qui peut tout à fait décider de ne pas assigner en faillite, même s'il découvre que les conditions de celle-ci sont remplies auprès de son débiteur.

En outre, le fait de ne pas assigner en faillite n'empêche pas d'autres créanciers d'assigner en faillite ou le tribunal de prononcer la faillite d'office du débiteur. La possibilité de l'application des dispositions d'ordre public de faillite n'est donc pas remise en cause si un créancier décide de ne pas assigner en faillite.

Les arguments mis en avant dans cette jurisprudence ne nous semblent donc pas pertinents.

Au-delà de la renonciation de mettre en faillite, cette clause pose, de manière plus gén-

rale, la question de la renonciation du droit d'agir en justice.

Il est généralement admis en doctrine que le droit d'agir en justice ne peut pas faire l'objet d'une renonciation générale et absolue mais qu'une renonciation spéciale dans un cas particulier serait admissible. Ainsi les clauses contractuelles de limitation au droit d'agir sont en principe admises¹⁴.

La doctrine distingue en cette matière entre la renonciation d'une personne à agir en justice en matière d'état des personnes (généralement exclue en raison de nombreuses dispositions d'ordre public encadrant cette matière) et la renonciation à agir en justice pour la défense de droits patrimoniaux, beaucoup moins soumis aux limites de l'ordre public¹⁵.

Ainsi, si déjà en droit interne une renonciation spécifique d'agir en justice pour la défense de droits patrimoniaux semble, pour une bonne partie de la doctrine française, possible, il serait difficilement concevable de ne pas reconnaître la validité des clauses de non-assignation en faillite si lesdites clauses sont soumises à un droit étranger.

Pour remettre en cause la validité de ces clauses de *non-petition*, l'on pourrait encore essayer d'argumenter le fait qu'en vertu du Code de la consommation, l'interdiction contractuelle d'un recours devant un tribunal de droit commun serait considérée comme une clause abusive sujette à nullité¹⁶. Cela montrerait clairement le caractère fondamental et d'ordre public du droit d'agir en justice.

Or, il s'agit ici de dispositions prises dans le cadre très spécifique de la protection des consommateurs, et bon nombre de clauses abusives citées à l'article L-211-3 du Code de la consommation sont en soi valables si elles ne sont pas conclues avec un consommateur. En outre, pour les émissions d'instruments financiers par des véhicules luxembourgeois généralement mis en place comme *special purpose vehicles*, les consommateurs ne sont dans la grande majorité des cas pas concernés.

En outre, il ne s'agit pas de priver un investisseur ou un créancier de tout recours devant un tribunal de droit commun mais uniquement d'éviter spécifiquement une assignation en faillite.

Ainsi, une analyse plus approfondie fait clairement apparaître le fait que de telles clauses de non assignation en faillite, qui plus est pratiquement toujours soumises à un droit étranger, ne devraient pas être considérées comme violant un principe d'ordre public international ou une loi de police luxembourgeoise et devraient donc à notre sens être valables.

b. Les titres de capital

Pour ce qui est des titres de capital, il existe en droit des sociétés luxembourgeois de nombreuses dispositions considérées comme étant d'ordre public, entre lesquels l'on peut citer,

par exemple, les dispositions relatives au droit de vote¹⁷, la prohibition des clauses léonines prescrite par l'article 1855 du Code civil ou l'agrément d'un nouvel associé par des associés représentant au moins la moitié des parts d'une société à responsabilité limitée¹⁸. La question pourrait donc se poser de savoir quel serait le sort d'une clause contractuelle étrangère dérogeant à ces principes d'ordre public.

Bien que ces dispositions pourraient être considérées comme constituant des dispositions procédant de l'ordre public international luxembourgeois, le juge n'aura dans beaucoup de cas pas à apprécier la conformité de la disposition avec les principes d'ordre public international luxembourgeois.

En effet, comme examiné plus haut, l'émission et le régime des titres de capital ou donnant accès au capital, les règles d'acquisition et de perte de la qualité d'associé ainsi que les devoirs de la société envers ses associés, les rapports internes entre associés, les droits pécuniaires et les droits de vote des associés ainsi que les conditions ou restrictions légales ou statutaires à la cession d'un titre de capital, sont de toute manière soumis à la loi luxembourgeoise en tant que *lex societatis*.

De la sorte, le juge luxembourgeois pourra s'économiser l'effort d'une analyse au regard de l'ordre public international luxembourgeois et tout simplement écarter la disposition étrangère comme étant contraire au droit luxembourgeois en tant que *lex societatis*.

C. La fraude à la loi

Il y a fraude à la loi lorsque l'application de la loi du for a été écartée par les parties dans un but apparaissant nettement comme frauduleux au profit d'une loi étrangère rendue artificiellement compétente¹⁹. L'intervention d'une loi, fut-elle étrangère, confère à la situation une apparence de régularité qu'elle n'aurait pas sans cela. On peut dire dans ce cas que l'existence même des lois étrangères, normes juridiques, crée une possibilité générale de fraude²⁰.

Dans un tel cas, la jurisprudence refuse d'admettre que des parties puissent utiliser les règles de conflit dans le but de se soustraire aux dispositions légales de fond normalement applicables²¹.

Pour qu'il y ait fraude à la loi, il faut donc qu'il y ait, d'une part, une modification volontaire (dans un but illicite) d'un élément de rattachement et, d'autre part, l'intention frauduleuse d'échapper à une disposition impérative de la loi normalement applicable. Concernant l'intention frauduleuse, celle-ci est considérée comme donnée lorsque les actes ou circonstances volontaires qui rendent applicables une loi étrangère ont eu pour cause déterminante

le désir d'échapper à une disposition légale impérative²².

Notons ici que la jurisprudence luxembourgeoise, à l'instar d'ailleurs de la jurisprudence belge, va même jusqu'à sanctionner la fraude à une loi étrangère en refusant de reconnaître les effets d'un contrat artificiellement soumis au droit luxembourgeois²³.

Concernant les émissions d'instruments financiers, cette exception de fraude à la loi aurait néanmoins peu de chances de s'appliquer.

En effet, dans la quasi-totalité des cas, le choix de loi étrangère applicable est dicté par les pratiques du marché. Ainsi, lorsqu'un droit anglo-saxon est généralement stipulé comme régissant les termes et conditions d'une émission, c'est essentiellement pour des raisons de flexibilité d'un système de *common law* et pour des raisons plutôt « commerciales », les investisseurs (souvent professionnels) préférant investir dans des titres régis par un droit qu'ils connaissent bien. Le fait de vouloir échapper artificiellement et illicitement au droit luxembourgeois ou à un autre droit n'entre en principe pas en jeu.

III. IMPACT DE LA LEX CONCURSUS SUR L'ÉMISSION D'INSTRUMENTS FINANCIERS

Une procédure d'insolvabilité luxembourgeoise (à savoir les procédures de faillite, sursis de paiement, gestion contrôlée et de concordat préventif de la faillite) frappant un véhicule luxembourgeois pourrait également venir perturber l'application de la loi étrangère régissant l'émission par ce véhicule d'instruments financiers.

La solution traditionnelle en la matière est en principe que les procédures d'insolvabilité sont soumises à la loi du pays où la procédure a été ouverte (*lex concursus*)²⁴. Ce principe a été repris en droit communautaire à l'article 7 du Règlement (UE) 2015/848 du 20 mai 2015 relatif aux procédures d'insolvabilité (ci-après le « *Règlement Insolvabilité* ») qui dispose que « *sauf disposition contraire [du Règlement Insolvabilité], la loi applicable à la procédure d'insolvabilité et à ses effets est celle de l'État membre sur le territoire duquel cette procédure est ouverte* ».

A. Domaine de la *lex concursus*

Il est considéré de manière constante en droit international privé luxembourgeois que dans le cas d'une opération affectée par une faillite (telle que, par exemple, une émission d'instruments financiers étudiée ici), le domaine de la *lex concursus* se limite en principe aux effets spécifiques de la faillite. En dehors de cette question des effets spécifiques de la faillite sur

l'opération, l'opération en question reste régie par la loi normalement applicable (normalement la loi d'autonomie, *lex contractus*)²⁵.

Le Règlement Insolvabilité est plus précis quant au domaine d'application de la *lex concursus* : il dispose dans son article 7 que « *la loi de l'État d'ouverture détermine les conditions liées à l'ouverture, au déroulement et à la clôture de la procédure d'insolvabilité* ». Le règlement donne ensuite une liste des matières régies par la *lex concursus*, dans laquelle figurent également les effets de la procédure d'insolvabilité sur les contrats en cours auxquels le failli est partie.

© ELS Belgium s.a.

Département Promoculture-Larcier
(via sa filiale DBIT s.a.)
7, rue des 3 Cantons
L-8399 Windhof

Directeur éditorial : Paul Etienne Pimont
Tél. (+352) 49 24 20 44
Fax (+352) 49 24 20 50
www.promoculture-larcier.com
info@promoculture-larcier.com

Rédacteurs en chef :

Daniel Boone
Avocat à la Cour

Chargé de cours associé à l'Université
du Luxembourg
dboone@boonepartners.lu

Alain Steichen

Professeur associé à l'Université de Luxembourg
Avocat à la Cour
Bonn Steichen & Partners Luxembourg
asteichen@bsp.lu

Pierre-Alexandre Degehet

Avocat à la Cour
Bonn Steichen & Partners Luxembourg
padegehet@bsp.lu

8 numéros par an

Prix de l'abonnement annuel : 155 €

Souscription à l'abonnement possible à tout moment. Le prix indiqué comprend les frais de transport pour les pays de la zone EURO. Tout nouvel abonnement donne droit à un classeur relié gratuit. Un classeur supplémentaire peut être acheté séparément. L'abonnement est souscrit par année civile. Il sera renouvelé automatiquement sauf résiliation un mois avant l'échéance. Une résiliation ou annulation de l'abonnement en cours d'année ne sera effective qu'à la fin de l'année civile.

@Jurisnews

Droit des sociétés

©Editions Promoculture-Larcier, 2018

Imprimé par : Weprint, Luxembourg

Made
in EU

Tous droits de reproduction, de traduction et d'adaptation réservés. Il est strictement défendu de reproduire, partiellement ou totalement, la présente publication sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, sauf autorisation écrite de l'auteur.

B. Cas d'applications pratiques

À supposer ainsi que le véhicule ayant émis des instruments financiers soit de droit luxembourgeois et qu'il fasse l'objet de l'une des procédures d'insolvabilité visées plus haut, nous allons examiner successivement quelques cas pour lesquels nous estimons que le droit des insolvabilités luxembourgeois pourrait avoir un impact.

Nous présumerons bien entendu ici que l'émission des instruments financiers sous droit étranger s'est réalisée à des conditions commerciales normales (*arm's length principle*) et sans volonté frauduleuse aucune et que l'insolvabilité de la société ne résulte par hypothèse que de l'échec commercial. Ceci permet d'exclure ici en particulier l'étude de l'application des articles 445, 446 et 448 du Code de commerce qui permettent aux curateurs de faillite d'attaquer des actes anormaux ou frauduleux causant des préjudices aux créanciers de la société luxembourgeoise en faillite.

1. Clauses de recours limité et clause de subordination

Une clause de subordination est celle par laquelle un ou plusieurs créanciers acceptent de n'être payés qu'après le remboursement d'une ou plusieurs dettes dues par le même débiteur à un ou plusieurs autres de ses créanciers²⁶.

Une clause de recours limité est celle par laquelle un ou plusieurs créanciers acceptent, en cas d'inexécution de l'engagement de son débiteur, soit négativement, de ne pas exercer de voies d'exécution sur certains biens de celui-ci, soit positivement, de limiter d'éventuelles voies d'exécution à certains biens précis²⁷.

Concernant la validité des clauses de subordination et des clauses de recours limité, la doctrine luxembourgeoise moderne considère de manière unanime que ces clauses ne violent pas le principe de l'égalité des créanciers (qui est un principe de droit de la faillite luxembourgeois, considéré comme d'ordre public) et que le droit de gage général consacré par les articles 2092 et 2093 du Code civil n'est pas un obstacle à la validité de ces clauses²⁸.

En effet, tant le droit de gage général que le principe d'égalité des créanciers interdisent en principe à un créancier et à un débiteur de porter atteinte aux droits des autres créanciers, de les désavantager.

Néanmoins, par l'effet tant des clauses de subordination que des clauses de recours limité (et notamment par les renonciations à leurs droits de la part d'un ou plusieurs créanciers qu'elles impliquent), les actifs disponibles au désintéressement des autres créanciers chirographaires seront accrus et non amoindris.

De la sorte, les clauses de recours limité et de subordination ne portent pas atteinte aux droits des autres créanciers mais les améliorent. Par

conséquent, de telles clauses soumises à un droit étranger ne sauraient être considérées comme heurtant un principe luxembourgeois d'ordre public international. La validité des clauses de subordination a d'ailleurs été reconnue par le tribunal d'arrondissement dans la liquidation de la BCCI dans une décision n° 338/98 du 15 mai 1998.

Il est intéressant de noter ici que la loi modifiée du 22 mars sur la titrisation consacre *expressis verbis* (dans son article 64) la validité des clauses de subordination et de recours limité, de sorte que pour une opération de titrisation, la question de la validité de principe ne se pose plus.

De manière plus générale, la loi sur la titrisation permet d'ailleurs « d'immuniser » dans une très large mesure les conditions d'émission d'instruments financiers contre les effets d'une insolvabilité. En effet, l'article 65 de ladite loi prévoit en substance que les conditions d'émission et de remboursement des titres émis par un tel véhicule s'imposent et sont opposables à toute personne en cas de situation de concours entre les créanciers, sous réserve de ne pas porter atteinte aux droits des créanciers qui n'y ont pas consenti.

2. Les clauses de résiliation et de débouclage anticipés en cas de faillite

Les contrats d'émission prévoient généralement un mécanisme de résiliation et de débouclage automatiques d'un contrat en cas d'événement de défaut (*event of default*) et en particulier de défaillance de paiement de la part de l'émetteur ou de son insolvabilité.

La question théorique se pose dès lors de savoir si un curateur pourrait, sur base du principe de la continuation des contrats en cours tiré du droit luxembourgeois des faillites, choisir d'attaquer cette clause de débouclage anticipé s'il estimait qu'une continuation du contrat d'émission était, au vu de la situation concrète, préférable.

La jurisprudence luxembourgeoise ne semble pas encore s'être penchée sur cette question²⁹ mais les auteurs luxembourgeois semblent estimer que l'efficacité d'une telle clause de résiliation automatique vis-à-vis d'un curateur semble « douteuse », notamment eu égard aux « impératifs du droit de la faillite »³⁰. Les auteurs en question sont dès lors d'avis qu'une telle clause contreviendrait au principe de la continuation des contrats en matière de faillite, principe procédant de l'ordre public luxembourgeois.

Ainsi donc, la validité d'une clause de résiliation et de débouclage anticipés pourrait être remise en cause, même si le contrat d'émission des instruments financiers était soumis à un droit étranger.

En pratique néanmoins, il serait difficile d'imaginer un curateur essayer de maintenir

un contrat créant une charge financière importante pour l'émetteur, en particulier s'il ne dispose pas de suffisamment d'actifs pour alimenter le paiement des intérêts.

Par ailleurs, il nous semble clair que dans le cas d'une titrisation soumise à la loi modifiée du 22 mars 2004, la clause de résiliation et de débouclage anticipés serait (en tant que faisant partie des conditions d'émission) indéniablement opposable au curateur sur base de l'article 65 de ladite loi citée plus haut, de sorte qu'à notre sens un curateur ne pourrait pas la remettre en cause.

3. Sort des intérêts dus sous les instruments financiers

En ce qui concerne les intérêts à payer sous des titres de créance, les règles de la faillite pourraient également avoir un impact important.

L'article 451 du Code de commerce dispose en effet qu'« à compter du jugement déclaratif de la faillite, le cours des intérêts de toute créance non garantie par un privilège, par un nantissement ou par une hypothèque, est arrêté à l'égard de la masse seulement ».

Les intérêts des créances garanties ne peuvent être réclamés que sur les sommes provenant des biens affectés au privilège, au nantissement ou à l'hypothèque. »

À la lecture du texte, l'on pourrait penser que l'impact de cette disposition est tout à fait redoutable pour un investisseur ayant souscrit à des titres de créance émis par le véhicule luxembourgeois. La récupération des intérêts prévus est en effet compromise, notamment si l'investisseur ne bénéficie pas de nantissement.

Mais en pratique, il s'avère bien souvent que de toute manière, le véhicule en difficulté ne sera plus en mesure de verser des intérêts dus sous les titres de créance, que le cours des intérêts soit arrêté ou non. Par conséquent, les investisseurs n'attendent plus rien de la procédure d'insolvabilité luxembourgeoise et vont essayer de se tourner vers d'autres moyens pour essayer de récupérer un maximum d'actifs suite à la défaillance de l'émetteur.

Ainsi, très souvent, ces investisseurs disposent de nantissements ou d'autres sûretés qu'ils vont s'empressement de réaliser. La réalisation de ces nantissements apparaîtra comme le seul véritable remède à l'incapacité de l'émetteur luxembourgeois de faire face à ses obligations financières. En effet, les nantissements (qui tombent très souvent dans le champ d'application de la loi modifiée du 5 août 2005 sur les contrats de garantie financière) ou les hypothèques échappent en principe à la masse des créanciers et leur réalisation peut apparaître comme le meilleur moyen de récupérer quelques actifs.

4. Les instruments financiers de capital

L'impact du droit de la faillite luxembourgeois

sur l'émission de titres de capital est par contre relativement limité, en particulier si le souscripteur à des titres de capital ne s'immisce pas dans la gestion de l'émetteur (en tant que dirigeant de fait) et reste fixé dans son rôle traditionnel d'associé.

Pour autant que l'associé n'ait pas par ailleurs conclu de prêt avec l'émetteur failli ou n'ait souscrit un autre instrument financier de dette ou conclu un quelconque autre contrat, il est généralement considéré qu'un associé n'est pas à considérer comme un créancier de l'émetteur en faillite³¹.

L'impact d'une faillite luxembourgeoise pour les associés est ainsi généralement limité à un impact économique négatif, tel le fait de se retrouver sans paiement de dividende ou, de manière générale de se retrouver détenteur d'instruments financiers de capital à valeur réduite ou anéantie.

Les droits politiques et économiques des associés restent quant à eux relativement intacts.

IV. LA PLACE DU DROIT ÉTRANGER LORS DE L'ÉMISSION D'INSTRUMENTS FINANCIERS PAR UN VÉHICULE LUXEMBOURGEOIS

Après avoir étudié en détail l'impact des différentes restrictions pouvant affecter l'applicabilité d'un droit étranger à une émission d'instruments financiers, il serait intéressant de déterminer *a contrario* quels aspects de l'émission d'instruments financiers peuvent être soumis contractuellement à un droit étranger.

Il conviendra pour cela d'étudier dans un premier temps les deux grandes catégories d'instruments financiers, à savoir les instruments de capital puis de dette, avant de se pencher sur les instruments « hybrides ».

A. Titres de capital

Comme indiqué ci-dessus, la *lex societatis* aura une vocation quasi-exclusive à s'appliquer en ce qui concerne les aspects liés à l'émission de titres de capital tels que les actions et les parts. Même en soumettant les termes et conditions d'une telle émission d'instruments de capital à un droit étranger, le juge luxembourgeois appréciera la validité de ces termes et conditions au regard du droit luxembourgeois en tant que *lex societatis*.

Tant la pratique que la doctrine semblent être unanimes à ce sujet et l'on constate en pratique qu'il n'y a guère que les termes et conditions de cessions d'instruments financiers de capital qui sont souvent contractuellement régis par un droit étranger (généralement dans un *share purchase agreement*). Mais dans ce cas également, la *lex societatis* luxembourgeoise pourra

venir perturber l'application du droit étranger, notamment au vu des différents aspects que la *lex societatis* a vocation à régir et que nous avons vus plus haut (notamment les modalités de publicité et d'opposabilité à la société et aux tiers d'une cession).

B. Titres de créance

Comme vu plus haut, il est généralement considéré que l'émission et le régime des titres de créance sont en principe soumis à la loi d'autonomie (*lex contractus*)³² et très souvent, une société luxembourgeoise va soumettre une émission de titres de créances (généralement des titres obligataires de type *bonds* ou *notes*) à un droit étranger, notamment le droit anglais.

1. Domaines de l'émission d'instruments de créance pouvant être régis contractuellement par un droit étranger

Le régime juridique des aspects suivants d'une émission de titres de créance peut à notre sens être soumis à un droit étranger, sans « perturbation » par le droit luxembourgeois :

- le montant de l'émission ainsi que la fixation des durées des émissions (sauf en cas d'obligations émises pour une durée perpétuelle qui pourraient nécessiter des ajustements liés au droit luxembourgeois) ;
- les mécanismes des paiements faits par et aux investisseurs (sauf en cas de cotation des obligations à une bourse luxembourgeoise qui fait intervenir des mécanismes de règlement assez spécifiques et qui pourraient s'imposer comme loi de police) ;
- les cas de remboursements des titres obligataires (*redemption*) ;
- les engagements et garanties (*representations and warranties*) donnés par les parties à l'émission, étant entendu qu'une partie ne pourrait s'engager à faire ou à confirmer une chose qui serait contraire à une loi de police, à un principe d'ordre public luxembourgeois ou qui contreviendrait à une matière normalement régie par le droit luxembourgeois en tant que *lex societatis* ;
- la détermination des cas de défaillance de l'émetteur (*events of default*) ;
- les conditions contractuelles à la résiliation du contrat de l'émission et au débouclage de l'opération (*termination, acceleration et enforcement*) ;
- le rang de paiement des participants à l'émission obligataire (*priority of payments*), étant entendu qu'en cas de faillite de l'émetteur, les rangs stipulés pourraient être remis en cause ;
- les conditions et restrictions à une cession des instruments de dette, étant entendu qu'en cas de cotation des instruments à une bourse luxembourgeoise, certaines

dispositions boursières (qui auraient valeur de loi de police) pourraient exiger une négociabilité non restreinte ;

- la fixation des intérêts, sous réserve bien sûr de l'application de certaines dispositions protectrices des consommateurs ou de personnes physiques (notamment en cas de taux usurier). Comme indiqué plus haut, un tribunal pourrait également tenter d'appliquer l'article 1154 du Code civil relatif à l'anatocisme, bien qu'à notre sens, cette disposition ne procède pas de l'ordre public international et pourrait dès lors être écartée en appliquant un droit étranger.

2. Le cas spécifique de l'assemblée des obligataires

Une question se pose plus particulièrement en ce qui concerne l'applicabilité ou non des dispositions luxembourgeoises relatives aux pouvoirs et à la tenue de l'assemblée des obligataires (les articles 470-3 à 470-19 de la loi modifiée concernant les sociétés commerciales), ladite assemblée étant un organe de la société émettrice.

Rappelons ici que la *lex societatis* règle en principe tous les aspects relatifs à l'existence, la composition et les attributions et pouvoirs des organes d'une société. En principe donc, le régime juridique applicable à l'assemblée générale des obligataires (en tant qu'organe de la société) est réglé obligatoirement par le droit luxembourgeois en tant que *lex societatis*.

Il s'avère néanmoins en pratique que par rapport aux dispositions contractuelles habituellement insérées dans les contrats d'émission soumis à un droit étranger, ces dispositions luxembourgeoises apparaissent comme assez lourdes et que les arrangeurs de telles émissions tendent à exiger de les exclure.

Pour permettre aux parties de ne pas devoir appliquer les dispositions luxembourgeoises, il faut donc que le droit luxembourgeois, en tant que *lex societatis*, permette lui-même une dérogation à ces dispositions. En pratique cela est le cas : l'article 470-20 dispose ainsi que « les sociétés luxembourgeoises peuvent déroger aux dispositions des articles 470-3 à 470-19 si elles soumettent leur emprunt à un droit étranger ».

La réforme récente du droit des sociétés ayant abouti à l'adoption de la loi du 10 août 2016 (portant modernisation de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales) est même allée plus loin en introduisant un nouvel article 100-14 de la loi modifiée concernant les sociétés commerciales qui dispose que l'acte d'émission d'obligations de toute société peut déroger auxdits articles 470-1 à 470-19. La soumission de l'emprunt à un droit étranger n'est, au contraire de l'article 470-20, même pas exigée par l'article 100-14 précité.

La réforme récente du droit des sociétés a ainsi aligné le régime de la dérogation auxdits articles sur celui de la loi modifiée du 22 mars 2004 sur la titrisation qui permettait déjà, dans son article 66(1), de déroger aux articles 470-3 à 470-19 (anciennement les articles 86 à 97 de la loi modifiée sur les sociétés commerciales) dans le contrat d'émission, même au cas où l'émission n'était pas soumise à un droit étranger.

Ce n'est ainsi que dans les cas où aucune dérogation contractuelle n'aurait lieu dans le contrat d'émission ou les statuts de la société émettrice que les dispositions des articles 470-1 à 470-19 s'appliqueraient automatiquement en tant que *lex societatis*. Les praticiens diligents veilleront donc à exclure expressément ces dispositions.

Une difficulté pratique pourrait néanmoins apparaître ici : le principe est en effet qu'il existe une application de principe des dispositions des articles 470-1 à 470-19, à moins que l'on y « déroge » en vertu de l'article 100-14 de la loi de 1915 (ou, dans le même sens, en vertu de l'article 470-20). L'on ne pourrait que conseiller de ne pas s'aventurer dans une dérogation simplement partielle aux dispositions des articles 470-3 à 470-19. Ces dispositions gardant une vocation de principe à s'appliquer de manière supplétive, une dérogation partielle ne pourra être efficace que s'il est assuré que les dérogations s'insèrent bien dans le cadre général des articles 470-3 à 470-19. Si tel n'est pas le cas, des situations pratiques regrettables de confusion ou de blocage pourraient apparaître.

Le praticien prudent prendra donc bien soin de procéder à l'exclusion expresse de ces dispositions luxembourgeoises pour les remplacer totalement (et non seulement partiellement) par des dispositions contractuelles correspondant aux standards du marché.

C. Instruments financiers « hybrides »

Le droit des sociétés luxembourgeois connaît essentiellement les obligations convertibles en actions ou en parts comme instruments « hybrides » ayant des caractéristiques cumulatives de titre de créance (*debt*) et de capital (*equity*).

En outre, en vertu de la liberté contractuelle existant en droit des sociétés luxembourgeois, toute société peut créer et émettre des titres non expressément visés par la loi. C'est ainsi que les véhicules luxembourgeois sont amenés à émettre tout genre d'instruments financiers, ayant des caractéristiques d'instruments de créance ou de capital, ou des deux, tels que, par exemple, les *preferred equity certificates* (PECs)³³.

En ce qui concerne ces instruments financiers de type hybride, il conviendra à notre sens

d'appliquer distributivement la *lex societatis* ou la *lex contractus* (sous les réserves exprimées plus haut concernant les titres de créance) selon que l'aspect en question du titre hybride a plus trait au capital de la société ou qu'il concerne plus l'aspect d'un instrument financier de créance.

Conclusion

La présente étude montre très bien la complexité juridique pouvant entourer l'émission par un véhicule luxembourgeois d'instruments financiers soumis à un droit étranger. Selon la nature de l'instrument financier émis, il conviendra d'appliquer tantôt la loi d'autonomie (*lex contractus*) ou la loi de la société (*lex societatis*), sous réserve de l'application de la *lex societatis* luxembourgeoise, des principes d'ordre public ou de lois de police luxembourgeoises.

Malgré les années d'expérience luxembourgeoise dans la mise en place de véhicules émettant sous droit étranger, les praticiens du droit luxembourgeois spécialisés en la matière sont susceptibles de rencontrer à tout moment de nouveaux questionnements à ce sujet.

Ils pourront néanmoins s'appuyer dans leur activité sur des principes applicables bien établis en droit international privé luxembourgeois et sur un législateur qui fait tout son possible pour rendre le droit luxembourgeois aussi flexible et aussi peu envahissant que possible.

Notes de fin

- 1 J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 187, p. 60.
- 2 P. PESCATORE, *Introduction à la science du droit*, Luxembourg 1960, Office des Imprimés de l'État, réimpression de 1978, n° 131, p. 200.
- 3 Cour, 23 mars 1994, n° 15357, mais aussi Cour, 19 mars 1997, Pas. 30, 400.
- 4 L'inverse n'est néanmoins pas vrai car on voit mal comment une loi d'ordre public international pourrait n'être qu'une loi supplétive (et non impérative) en droit interne.
- 5 Cf. par ex. Cour, 9 décembre 1992, n° 14298 qui a assimilé l'ordre public interne à l'ordre public international, mais également en France (cf. Cass. fr. Civ. 1^{re}, 12 février 1957, JCP 1957.II.9882).
- 6 P. PESCATORE, *op. cit.*, n° 131.
- 7 Y. LOUSSOUARN, P. BOUREL, P. DE VAREILLES-SOMMIÈRE, *op. cit.*, p. 334 et s. mais également J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 193, p. 62.
- 8 Cf. à ce sujet Cour, 13 mars 1934, Pas. 13, 240, mais également D. BOONE, « L'anatomie face à l'ordre public interne et international », *Bull. Droit & Banque*, n° 32, janvier 2002.
- 9 D. BOONE, *op. cit.*, p. 6.
- 10 D. BOONE, *op. cit.*, p. 12, Cass. com. Fr., 20 octobre 1953, S. 1954, I, p. 12, note Lescot ; Revue crit. DIP, 1954, 386, note Y. LOUSSOUARN.
- 11 N. KAYSER, « Fiducie ou SPV – quelques

aspects de la titrisation en droit luxembourgeois », *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. 2, ALJB, 2004, éd. Larcier, p. 875 et 876.

- 12 Projet de loi n° 5199, commentaire des articles, p. 34.
- 13 C.A. Liège, 7 avril 1909, citée dans L. FREDERICQ, *Principes de droit commercial belge*, Tome III, 1934, éd. Gand Van Rysselberghe & Rombaut, p. 65 et dans A. CLOQUET, *Les Nouvelles, Droit commercial*, Tome IV - *Les concordats et la faillite*, n° 1119.
- 14 J. VINCENT, S. GUINCHARD, *Procédure civile*, éd. Dalloz 1999, n° 70, p. 121.
- 15 Encyclopédie Dalloz Civil, *Ordre public et bonnes mœurs*, avril 1993, n° 43.
- 16 Article L-211-3, point 13 du Code de la consommation.
- 17 A. STEICHEN, *Précis de droit des sociétés*, éd. St-Paul 2010, n° 292.
- 18 A. STEICHEN, *op. cit.*, n° 690.
- 19 Cour d'appel 12 décembre 1979, n° 4771 ; mais également J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 226, p. 69 ainsi que P. KINSCH, *La faillite internationale en droit international privé luxembourgeois*, Pas. Tome 29, n° 31, p. 146.
- 20 B. AUDIT, *Droit international privé*, éd. Economica, 2010, n° 236, p. 212.
- 21 Y. LOUSSOUARN, P. BOUREL, P. DE VAREILLES-SOMMIÈRE, *op. cit.*, n° 264.
- 22 Y. LOUSSOUARN, P. BOUREL, P. DE VAREILLES-SOMMIÈRE, *op. cit.*, n° 267.
- 23 J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 227, p. 70.
- 24 J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 1057, p. 228.
- 25 P. KINSCH, *op. cit.*, Pas. Tome 29, n° 34, p. 148, mais également J.-C. WIWINIUS, *op. cit.*, n° 1058, p. 228.
- 26 S. JACOBY, M. MEHLEN, « Les clauses de subordination et de recours limité en droit luxembourgeois », *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, Vol. 2, ALJB, 2004, éd. Larcier, p. 916, n° 27-3.
- 27 S. JACOBY, M. MEHLEN, *op. cit.*, p. 916, n° 27-4.
- 28 S. JACOBY, M. MEHLEN, *op. cit.*, p. 915 et s., mais également N. KAYSER, *op. cit.*, p. 857 et s.
- 29 Y. HAMILIUS et B. HELLINCKX, in *Les procédures collectives au Luxembourg*, éd. Larcier, 2014, p. 85 et s.
- 30 Y. HAMILIUS et B. HELLINCKX, *op. cit.*, p. 87.
- 31 A. CLOQUET, *Les Nouvelles – Les concordats et la faillite*, éd. Larcier, 1975, n° 2112.
- 32 M. MENJUCQ, *op. cit.*, p. 109, n° 105.
- 33 Pour une étude juridique et fiscale de titres innommés créés par la pratique, cf. en particulier S. CONIN et J. SCHAFFNER, « Les titres et instruments financiers innommés – aspects juridiques et fiscaux », *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, volume III, ALJB, éd. Larcier 2004, p. 1411 et s.
- 34 M. MENJUCQ, *op. cit.*, p. 109, n° 103
- 35 Idem, *op. cit.*, p. 109, n° 105
- 36 Y. LOUSSOUARN, P. BOUREL et P. DE VAREILLES-SOMMIÈRE, *Droit international privé*, éd. Dalloz, 8^e éd., p. 334, n° 248, mais aussi p. 337, n° 251.