

15 octobre 2026

L'évolution de la protection financière avec les CSDs

Conférence ALJB – Le droit des titres : enjeux contemporains

Christine Forina et Antoine Daurel

Introduction : requalifier l'animal CSD

Ancrage historique

De la crise du papier au modèle dématérialisé

- **Acteurs systémiques mal compris :** les CSDs sont des infrastructures vitales souvent réduites à une simple fonction de tuyauterie technique, voire confondues avec des CCPs ou des banques dépositaires de fonds.
- **La « Paperwork Crisis » (fin 1960s) :** l'engorgement physique de Wall Street a scellé la fin de la détention matérielle directe et imposé l'essor de la détention indirecte multi-niveaux.
- **L'espace normatif CSD :** le CSD n'est pas un opérateur technique neutre, mais il administre un cadre conventionnel et réglementaire protecteur indispensable à la stabilité financière globale.



Structure de l’article

Deux volets d'analyse indissociables

- **Partie I — Protection par le CSD :** organisation statique des droits réels des investisseurs et sécurisation dynamique des flux de règlement au sein du système.
- **Partie II — Protection du CSD :** protection de l'infrastructure elle-même ; bouclier légal face aux faillites, aux recours de tiers, y inclus à l’application des régimes de sanctions, et aux chocs systémiques.

Fongibilité et inscription en compte : le modèle luxembourgeois

1. Présomption de fongibilité

Loi du 1er août 2001, art. 1(3)

- **Présomption légale :** les titres inscrits en compte sans mention de numéros unitaires sont légalement réputés fongibles.
- **Standard de « Good Delivery » :** standard absolu ; le titre doit être libre de tout blocage légal, contractuel ou opérationnel pour circuler.
- **Socle du dénouement à grande échelle :** fondement indispensable au traitement automatisé, standardisé et continu des flux de marché à haut volume.

2. Droit réel incorporel

Loi du 1er août 2001, art. 3(1)

- **Universalité de titres :** les instruments d'une même catégorie forment une universalité mobilière indivisible au sein du CSD.
- **Droit in rem direct :** l'investisseur détient un droit réel incorporel sur une quote-part de la masse fongible.
- **Rupture avec le risque de crédit :** ce droit réel direct exclut toute requalification en simple créance chirographaire sur le teneur de compte.

3. Inscription et exercice du droit

Loi de 2001, art. 4(1) et art. 10

- **Effet translatif et opposabilité :** l'inscription au crédit du compte-titres opère l'acquisition du droit réel et son opposabilité aux tiers.
- **Revendication hors masse :** droit de revendication direct du titulaire en cas d'insolvabilité du teneur de comptes ; les titres inscrits en compte ne font pas partie de la masse de faillite.
- **Protection efficace :** efficacité protectrice comparable à celle accordée à un bien meuble corporel individualisé, sous réserve des règles de répartition en cas de déficit.

Démystification : comptes omnibus vs comptes individuels

Compte omnibus (mutualisé)

Efficience opérationnelle et mutualisation

- **Organisation comptable :** regroupement des avoirs de plusieurs clients sous un compte unique ouvert au nom de l'intermédiaire financier.
- **Fluidité du règlement :** minimise les mouvements de comptes, optimise la gestion de la liquidité et réduit drastiquement les coûts de dénouement.
- **Protection juridique in rem :** chaque client conserve l'intégralité de son droit réel sur sa quote-part (Loi de 2001).
- **Pas de confusion de patrimoine :** un compte omnibus n'entraîne aucune confusion avec les avoirs propres du teneur : ségrégation patrimoniale absolue.

Compte individuel (ségrégué)

Isolation comptable et réconciliation

- **Cadre CSDR et PFMI :** obligation d'offrir la ségrégation individuelle au niveau des participants (CSDR art. 38, PFMI Principe 11).
- **Réconciliation :** facilite l'identification immédiate des positions et accélère les transferts en cas de défaillance d'un membre.
- **Coûts et frictions :** complexité de paramétrage, fragmentation des soldes de liquidité et frais de tenue de compte sensiblement accrus.

Au final, la protection juridique est identique car elle découle du droit réel (Loi de 2001), non de la nomenclature du compte.

La notion de « système » : la porte d'entrée du sanctuaire

1. Les 3 critères cumulatifs de SFD

Directive 98/26/CE (SFD)

- **Au moins 3 participants :** exigence d'une dimension multilatérale collective (hors gestionnaire du système et agent de règlement).
- **Choix d'une lex systemae :** soumission expresse au droit d'un État membre où au moins l'un des participants a son siège.
- **Désignation et notification :** acte formel de désignation par l'État membre concerné et notification officielle publiée auprès de l'ESMA.

2. Approche luxembourgeoise

Loi du 10 novembre 2009, art. 107(1)

- **Conception formelle abstraite :** définition centrée sur l'accord formel écrit régissant les droits et devoirs réciproques.
- **Absence de critère matériel :** aucun rattachement à une activité précise ou habituelle divergences legislatives entre Etats Membres.
- **Effet constitutif de la désignation :** le bénéfice du régime protecteur est déclenché par l'acte formel de désignation et de notification.

3. Harmonisation par SFR

Settlement Finality Regulation (projet)

- **Règlement européen uniforme :** règles directement applicables dans toute l'UE, éliminant définitivement les divergences de transposition.
- **Identité conventionnelle unifiée :** consécration du système comme un ensemble de règles contractuelles et légales unifiées.
- **Neutralité technologique :** la qualification de système juridique survit à toutes les évolutions d'infrastructure (Cloud, DLT).

Les privilèges du sanctuaire : dérogations au droit commun

Pilier 1 : irrévocabilité des ordres

Loi de 2009, art. 111 — Protection dynamique des flux

- **Moment d'entrée** : tout ordre introduit dans le système avant l'ouverture de la procédure (ou le jour même sous condition de bonne foi) est juridiquement opposable à la masse.
- **Moment d'irrévocabilité et inopposabilité des rétractions :** point de non-retour fixé souverainement par les règles du CSD ; inopposabilité absolue de toute révocation unilatérale ou judiciaire, ni le participant émetteur, ni un administrateur judiciaire, ni aucun tiers ne peut révoquer ou suspendre l'ordre.
- **Exécution inconditionnelle et survie des instructions :** maintien du dénouement jusqu'à son terme, sans possibilité de suspension par un curateur ou un tiers.

Pilier 2 : immunité contre la faillite

Neutralisation totale du droit commun des faillites

- **Zéro-hour rule neutralisée :** rupture délibérée avec l'effet rétroactif du jugement d'ouverture sur les opérations du jour (règle de l'heure zero).
- **Période suspecte inopposable :** les sûretés, garanties et transferts d'ordres sont sanctuarisés contre toute action en nullité.

SFD fait délibérément primer la stabilité systémique du système sur l'égalité des créanciers (pari passu).

Régime des liens transfrontaliers entre CSDs : articulation des strates juridiques

Le lien entre CSDs constitue une interconnexion de deux systèmes de règlement soumise à une triple exigence juridique et réglementaire **:**

Cadre conventionnel

L'arrangement formel bilatéral

- **Nature du contrat de lien:** accord régissant les droits, obligations et modalités d'accès mutuel entre le CSD investisseur (investor CSD) et le CSD émetteur (issuer CSD).
- **Typologie des liens:** déclinaison selon le degré d'intégration opérationnelle : liens standards, personnalisés ou interopérables (ex. Bridge Clearstream-Euroclear, T2S).
- **Allocation contractuelle des responsabilités:** détermination de la loi applicable au contrat, des procédures de traitement des défaillances et des règles de synchronisation des écritures.

Environnement juridique local

Terrain d'accueil des guaranties

- **Opposabilité sur le terrain :** vérification stricte de l'opposabilité locale des sûretés et de la titularité réelle des actifs.
- **L'opinion juridique isolée est insuffisante :** une simple consultation en droit local ne suffit pas sans articulation avec les règles du système émetteur.
- **Gestion des conflits de lois :** neutralisation des risques de requalification des titres ou de saisies conservatoires locales.

Encadrement prudentiel par CSDR

CSDR art. 48 et obligation de diligence

- **Exigence prudentielle stricte :** obligation légale d'analyser et maîtriser l'ensemble des risques juridiques et financiers du lien.
- **Cohérence juridique :** alignement du contrat de lien, des règles de systèmes et des droits applicables pour assurer l'opposabilité continue des droits réels et de la finalité.
- **Raccordement de deux systèmes :** exigence de revue périodique des liens existant et soumission à notification ou autorisation préalable des nouveaux liens.

Missions de protection systémique et encadrement prudentiel

Cadre de surveillance continue

- **Surveillance continue (oversight) :** la reconnaissance du statut de SSS implique le respect permanent de normes d'organisation et de continuité opérationnelle (PFMI, Principe 17).
- **Ancrage opérationnel de la règle de droit :** l'efficacité des protections légales de finalité dépend directement de la robustesse des processus techniques de traitement des ordres.

Mobilisation du collatéral

Support des operations de politique monétaire de l'Eurosystème

- **Validité juridique immédiate :** efficacité des mécanismes de transfert garantissant la couverture immédiate des expositions sans risque de blocage juridique.
- **Disponibilité des garanties:** sécurisation de la constitution, de la détention et du dénouement des sûretés mobilisées auprès de la banque centrale.

Préservation de l'intégrité de l'émission

CSDR art. 37 et réconciliation quotidienne

- **Concordance permanente des positions:** maintien d'une égalité stricte entre le volume émis et le total des titres inscrits aux comptes des participants.
- **Confiance dans les livres du CSD:** garantie que chaque titre circulant sur le marché secondaire repose sur une inscription réelle.

Risque de conservation (custody risk)

Périmètre de responsabilité du CSD

- **Intégrité et existence légale :** le CSD préserve l'existence et l'intégrité matérielle des titres confiés.
- **Responsabilité engagée :** le CSD gère le risque de disparition, perte, destruction ou altération du droit sur le titre.
- **Restitution et rétablissement :** obligation de rétablir les comptes en cas de défaillance opérationnelle interne.

Risque d'investissement (investment risk)

Neutralité stricte et absence de garantie financière

- **Neutralité économique absolue :** le CSD est totalement étranger à la valeur de marché et à la volatilité financière des titres.
- **Défaut de l'émetteur exclu :** imputer l'insolvabilité de l'émetteur à l'infrastructure reviendrait à convertir un risque de crédit privé en risque systémique mutualisé.
- **Etanchéité et neutralité:** protège l'infrastructure contre les tentatives d'investisseurs d'en faire un assureur financier des aléas de marché.

Protéger le protecteur : trois défis contemporains

1. Statut de simple intermédiaire

Bouclier contre les recours directs

- **Immunité de l'infrastructure :** nécessité de préserver le bouclier légal contre les actions directes d'acteurs tiers.
- **Respect de l'intermédiation :** le CSD ne doit pas supporter les défaillances de ses participants ou des sous-dépositaires.
- **Intégrité du réseau :** maintien de la relativité des conventions pour préserver la stabilité du système.

2. Épreuve des régimes de sanctions

Tensions géopolitiques contre neutralité

- **Tension institutionnelle :** dilemme critique entre la neutralité d'une infrastructure de marché et les exigences de gel d'avoirs.
- **Contentieux asymétriques :** gestion des injonctions contradictoires et litiges transfrontaliers complexes.
- **Sécurité juridique :** besoin d'un cadre législatif solide protégeant le CSD contre les poursuites en dommages-intérêts.

3. Mirage du « Tout DLT »

Technologie disruptive?

- **L'illusion de désintermédiation :** la technologie blockchain modifie le support de registre, mais n'annule pas les risques juridiques.
- **Invariants juridiques :** la finalité légale, l'opposabilité et le traitement de la faillite exigent un cadre normatif central.
- **Lois luxembourgeoises :** les régimes Blockchain consacrent l'inscription en compte sans rendre le CSD obsolète.

Conclusion : le CSD au service de l’intérêt général

Au cœur de la confiance dans les marchés de capitaux

- **Ce que le CSD n'est pas :** ni une banque commerciale de crédit, ni un gestionnaire d'actifs spéculatifs, ni un simple hébergeur de serveurs informatiques.
- **Ce qu'il incarne réellement :** un espace normatif sans lequel la confiance des investisseurs s’effriterait irrémédiablement.
- **Pérennité du modèle :** face aux mutations technologiques (DLT) et aux tensions géopolitiques, le besoin d'un sanctuaire souverain n'a jamais été aussi vital.