

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

II Actualités réglementaires

Critère de localisation de titres dématérialisés. Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire

Cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3^e éd. 2001, n° 717-3.

La loi qui régit la constitution, la validité et l'opposabilité d'un transfert de titres ou d'une garantie, dans le cadre d'une détention indirecte d'instruments financiers, est celle du lieu de l'intermédiaire financier pertinent chez qui les instruments financiers sont inscrits en compte.

1. Où sont localisés les titres dématérialisés ? Cette question, incongrue il y a encore moins d'une dizaine d'années à une époque où les titres ne circulaient pas ou peu hors des frontières des États où les émetteurs étaient enregistrés, a pris une importance considérable depuis quelque temps non seulement en France, mais au niveau européen tout comme au niveau mondial¹. En France, lorsque les valeurs mobilières étaient matérialisées par des titres-papier qui circulaient au porteur, l'analyse juridique était assez simple. On considérait, par recours à une fiction, que le droit qu'ils constataient s'incorporait et donc circulait avec le support-papier. On pouvait ainsi appliquer aux titres au porteur le régime des meubles corporels. En droit international privé, cette analyse conduisait tout naturellement à appliquer la *lex rei sitae* : la loi du lieu de situation des titres-papier. Cette solution était retenue pour déterminer l'étendue des droits sur les titres, qu'il s'agisse de droit de propriété ou d'une sûreté. On sait qu'afin de faciliter et accélérer le règlement et la livraison des opérations sur les marchés, l'on a cherché à s'affranchir de la manipulation des titres-papier. Ceux-ci ont alors été déposés et stockés dans les coffres d'un Dépositaire central qui a ouvert des comptes à des intermédiaires financiers, lesquels ont eux-mêmes ouvert des comptes au nom de leurs propres clients dans leurs livres. Les opéra-

tions se sont alors « dématérialisées » : c'est-à-dire que la circulation des titres-papier fut remplacée par des simples virements de compte à compte chez les intermédiaires. Au-delà des aspects techniques, cette évolution allait, à terme, profondément bouleverser l'analyse juridique des valeurs mobilières.

Ce phénomène de substitution d'écritures en compte à la circulation de papier est un phénomène mondial, même s'il connaît des différences de degrés selon les pays et les cultures juridiques. Si la France a été le premier pays à décider en 1981 de remplacer totalement et définitivement les titres-papier par des inscriptions en compte, elle n'est plus aujourd'hui la seule, de nombreux pays l'ayant rejoint dans cette voie, même s'il demeure des différences sensibles entre les systèmes². Ce choix d'une dématérialisation légale – par opposition à une dématérialisation conventionnelle – n'est toutefois par celui généralement retenu dans les pays anglo-saxons, où les instruments financiers étaient traditionnellement détenus dans le cadre d'un « système de détention directe », dans lequel les investisseurs des instruments financiers étaient la plupart du temps en relation directe avec l'émetteur : soit en étant inscrits directement dans les registres de la société émettrice, soit en étant détenteurs de « certificats » matérialisant les titres au porteur. Dans ce système traditionnel de détention directe, les transferts d'instruments financiers devaient s'effectuer par leur livraison matérielle sous forme papier, ce qui rendait ces opérations complexes. Celles-ci présentaient en outre des risques juridiques élevés, du fait que les instruments financiers ainsi matérialisés devaient être transportés et, qu'en conséquence ils pouvaient être perdus, volés ou falsifiés.

Aujourd'hui, dans la plupart des pays de l'OCDE, l'investisseur n'a plus de lien direct avec l'émetteur. Au contraire, le droit qu'il détient sur les instruments financiers est inscrit dans les registres d'un intermédiaire financier qui, à son tour, fait enregistrer son droit auprès d'un autre intermédiaire, et ainsi de suite jusqu'à ce qu'un des intermédiaires (i) soit inscrit en qualité d'actionnaire des instruments financiers dans les livres de l'émetteur ou de son teneur de comptes, ou (ii) détienne les « certificats »

(certificates) ou tout autre document représentant les instruments financiers. Ce « système de détention indirecte » substitue pour l'investisseur une relation avec l'émetteur par une autre avec son propre intermédiaire; il instaure dès lors un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur, créant ainsi une véritable « chaîne » d'intermédiation³; les droits se rapportant aux titres font ainsi l'objet d'inscriptions en compte aux différents niveaux de cette chaîne de détention. Ce régime trouve son illustration dans les systèmes dits internationaux tels qu'Euroclear en Belgique et Cedel au Luxembourg⁴. Devant une telle multiplicité d'intervenants, quelle est l'inscription en compte pertinente, c'est-à-dire celle qui est source de droit pour l'investisseur? Faut-il appliquer le droit du pays où les titres sont émis ou à tout le moins détenus depuis l'origine, ou celui du pays où sont tenus les comptes-titres de l'intermédiaire de l'investisseur final auprès d'un autre intermédiaire correspondant, ou enfin le droit du compte titres de l'investisseur final chez son propre intermédiaire? En d'autres termes, quel est le droit applicable aux opérations internationales sur titres⁵? Le choix entre le droit du pays de l'inscription originelle des titres au nom de l'investisseur final et celui des inscriptions « secondaires » au nom des intermédiaires financiers n'est pas neutre dans la mesure où il conditionnera le régime du transfert des droits (réels ou personnels selon les juridictions) et des sûretés, et donc de leur opposabilité aux tiers. La réponse n'est pas aisée dès lors qu'il coexiste dans le monde différents régimes de dématérialisation répondant à des logiques parfois fort différentes.

Ce phénomène de substitution d'inscriptions en compte à la circulation de papier suscite des problèmes juridiques particulièrement délicats quels que soient les systèmes juridiques⁶. Comment analyser un titre dématérialisé? Pour un pays dont la tradition juridique s'appuie sur l'analyse corporelle du titre, peut-on toujours considérer que des inscriptions en compte ressortent du régime des meubles corporels? Est-il toujours possible, en droit international privé, de continuer à raisonner en termes de *lex rei sitae*⁷? Le débat trouve une nouvelle jeunesse à l'occasion de l'examen de deux textes qui, à l'origine, ont été préparés par le même groupe d'experts: la Convention proposée par la Conférence de La Haye de Droit international privé à la suite de son adoption lors de la session diplomatique du 17 décembre 2002, d'une part; et la directive du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, d'autre part. Seul le premier de ces textes fera ci-dessous l'objet d'une (trop) brève analyse.

2. PRIMA. Plusieurs systèmes juridiques ont tenté d'appliquer le critère de la *lex rei sitae* aux titres intermédiaires en regardant « à travers » les divers niveaux d'intermédiaires pour appliquer en fin de compte l'une des lois suivantes: la loi du siège social, celle de la localisation du registre de l'émetteur, ou encore celle de la localisation des certificats de titres (approche de la transparence ou « *look through approach* ») ou des inscriptions en compte en l'absence de représentation physique de titres. Cependant, à l'usage, plusieurs difficultés conceptuelles et pratiques sont apparues comme rendant problématiques les solutions découlant de l'application de cette approche dans le contexte moderne d'un système de détention indi-

recte de titres⁸. Ainsi, lorsqu'un portefeuille diversifié de titres est fourni en tant que sûreté, le constituant de la sûreté doit respecter les lois de la juridiction de chaque émetteur, registre et/ou gardien (physique) des titres. De plus, il ressort des travaux élaborés par la Conférence de droit privé de La Haye, que la règle juridique s'appliquant lors de « *l'approche de transparence* » est incertaine dans certaines juridictions – est-ce la loi du lieu où se situe l'émetteur ou le lieu du registre des titres principaux? Enfin, même si le constituant de la sûreté connaît le critère approprié, il lui est souvent impossible d'obtenir l'information pertinente pour s'assurer des modalités d'application de ce critère. Par exemple, lorsque les titres sont tenus à travers une chaîne d'intermédiaires, il sera souvent impossible pour le constituant de la sûreté de connaître le lieu où le dépositaire central national de titres entrepose les certificats, pour autant qu'ils existent. Même s'il avait accès à l'information, le constituant de la sûreté peut ne pas être en mesure d'identifier une juridiction unique puisque les certificats provenant d'une émission unique sont souvent gardés dans plusieurs juridictions. Pour l'ensemble de ces raisons, « *l'approche de la transparence* » a été considérée par les experts de la Conférence de droit privé de La Haye comme ne procurant pas la sécurité nécessaire et comme n'étant pas praticable dans un environnement moderne. C'est dans ce contexte qu'est née une approche alternative consistant à retenir la loi du lieu de l'intermédiaire qui tient le compte sur lequel sont crédités les titres (« *l'approche du lieu de la situation de l'intermédiaire direct* (concerné) » ou « PRIMA »⁹). Pour ses promoteurs, le plus grand avantage de PRIMA est de trouver une réponse simple et claire à la question de savoir si le bénéficiaire de la sûreté ou du transfert obtient un droit opposable à toute personne, même si la sûreté se compose d'un ensemble de titres provenant d'émetteurs de différents pays. C'est donc pour faire échec à la règle traditionnelle de conflit de lois selon laquelle la détermination de la loi applicable à l'opposabilité de la constitution et de la validité d'un transfert à titre de garantie, en pleine propriété ou non, ou d'un nantissement d'instruments financiers est celle de la *lex rei sitae*, que la Conférence internationale de droit privé de La Haye a institué une nouvelle règle de droit tenant compte de cette situation en considérant que loi qui régit la constitution, la validité et l'opposabilité d'un tel transfert ou garantie¹⁰, dans le cadre d'une détention indirecte d'instruments financiers, est celle du lieu de l'intermédiaire financier pertinent chez qui les instruments financiers sont inscrits en compte¹¹.

3. Critiques. Cette réponse est source d'un certain nombre de satisfactions. En premier lieu, il convient de saluer, sur la méthode, la rapidité de la réponse apportée à un problème aussi difficile: à peine deux années auront été nécessaires entre le moment où la Conférence a retenu l'initiative, et celui où la Convention a été adoptée; lorsque l'on connaît les travaux de la Conférence, c'est une véritable prouesse, qui tient notamment à la forte implication des experts professionnels dans le processus d'élaboration interactifs du texte. La deuxième satisfaction tient au principe même de la réponse qui va permettre aux professionnels de pouvoir gérer avec sécurité leur portefeuille de titres reçus en garantie. Toutefois, malgré tous ces points

positifs, il reste comme un sentiment de déception : celui de ne pas avoir pu s'accorder sur une solution plus cohérente et plus en phase avec la pratique des opérations post-marchés. Plutôt que de retenir comme critère de la loi applicable celle du lieu de l'intermédiaire pertinent, pourquoi ne pas avoir choisi celle du lieu du compte de titres pertinent (méthode dite PRACA, « *The Place of the Relevant Account Approach* »)? Il s'agit là d'une question de méthode. Alors que l'on souhaite localiser les titres pour déterminer la loi qui leur est applicable, l'on préfère s'attacher à la localisation de l'intermédiaire plus qu'à celle du compte où sont inscrits les titres. La différence n'est pas neutre. Dans ce dernier cas, la règle de conflit de loi continuera d'être gouvernée par la *lex rei sitae*, sauf à considérer que ce critère n'est pas applicable à un compte; alors que dans le premier cas, la règle sera celle de la *lex contractus*. Certes, il est apparu lors des travaux préparatoires que la localisation de la tenue de compte s'avérait extrêmement complexe, voire impossible. En effet, lorsqu'un investisseur ouvre un compte auprès d'un intermédiaire et que les titres sont inscrits chez celui-ci, cet intermédiaire peut par exemple déléguer la tenue de compte à toute une série d'autres intermédiaires, et/ou ventiler les activités de tenue de compte à des intermédiaires différents. C'est pourquoi aucun critère objectif n'a pu être retenu permettant de déterminer avec certitude le lieu où le compte est réellement tenu. Tout le problème repose donc sur l'analyse juridique d'un compte de titres. Or, si la réponse à cette question semble d'une relative simplicité en droit français, voire même en droit communautaire, il semblerait que tel ne soit pas le cas dans d'autres systèmes juridiques. Face à cette difficulté ontologique, deux options étaient alors soumises à la réflexion des experts. La première idée est de permettre à la volonté des parties à une convention de tenue de compte de choisir un critère de localisation de la tenue de compte, ce qui semble plus conforme à l'esprit de la règle PRIMA. Cependant, l'on a avancé de nombreuses difficul-

tés dans la mise en œuvre de cette idée du fait qu'en faisant de la volonté des parties un critère de localisation, rien ne pouvait empêcher, en théorie, ce critère de localisation d'être écarté par un juge aux motifs que la loi convenue ne correspondrait pas à celle où le compte est « réellement » tenu. Autrement dit, cette idée rouvrirait le débat vite refermé de la détermination du lieu « réel » ou « effectif » de tenue de compte. La deuxième idée fait de la volonté, non pas un critère de localisation, mais un critère de rattachement. Les parties à la convention de tenue de compte peuvent ainsi directement choisir le droit applicable à leurs relations. A la différence de l'idée précédente, celle-ci supprime l'étape de la localisation (concept par essence objectif) par la volonté (notion par essence subjective). De ce fait, elle s'éloigne d'un certain côté de la règle PRIMA; mais d'un autre côté elle correspond le mieux en pratique aux objectifs de prévisibilité fixés par cette règle. Elle présente enfin des avantages certains en termes de prévisibilité et de sécurité juridique, si l'on s'en tient aux seuls aspects de droit international privé. C'est d'ailleurs essentiellement sur ce motif que cette deuxième idée a finalement été retenue. En définitive, la structure de la règle de conflit définitivement adoptée par la Convention peut être résumée comme suit : autonomie de la volonté pour autant que la loi de l'État choisie soit qualifiable au regard des conditions posées par une liste blanche ou positive.

Si cette convention pose dorénavant une règle simple en matière de conflit de lois, toutes les questions relatives à la circulation internationale des titres n'ont cependant pas été résolues compte tenu de la diversité des régimes juridiques. Seule une harmonisation des règles de droit matériel permettra une circulation transfrontière juridiquement sécurisée. Or, la Conférence de droit privé de La Haye n'a pas vocation à modifier le droit matériel touchant à la nature juridique même des instruments financiers. Tel est dorénavant le nouveau chantier ouvert par Unidroit depuis l'automne 2002 ¹².

1 Cf. le Rapport du Conseil National du Crédit ou du titre, « La dématérialisation des moyens de paiement et des titres », 1997.

2 Autriche : article 24 Depotgesetz (voir in BGBI, n° 424/1969 modifié par BGBI n° 650/1987); Allemagne : § 5 ff du Depotgesetz; Grèce : article 39-61 de la loi 2396/1996; Italie : décret législatif du 24 juin 1998 n° 213; Portugal : décret-loi n° 142-A/91 du 10 avril 1991; Espagne : décret royal n° 505/1987 du 3 avril 1987

3 On doit rendre hommage aux travaux réalisés par le Comité de paiement et de compensation des Banques centrales du G 10 au sein de la BRI pour avoir, dès 1995, examiné cette problématique : « Cross Border Securities Settlements » : BIS, march 1995, Basle : <http://www.bis.org>.

4 Cf. B. Willi, « Les chaînes de titres dans un contexte international et la gestion du gage sur titres : la solution luxembourgeoise » : *Banque & droit*, n° 51, janv.-fév. 1997, p. 18.

5 S. Mouy et H. de Vauplane, « Dématérialisation et titres internationaux » : *Banque*, n° 565, décembre 1995, p. 56; Voir aussi le rapport de synthèse du colloque d'Oxford du 1^{er} mai 1998 sur les conflits de lois dans les opérations financières transfrontières : R. Potok, « Rapporteur's summary » : *JIBFL special supplement*, sept. 1998, p. 4; Roy Goode, « The Nature and Transfer of Rights in Dematerialized and Immobilized Securities », in *The Future for the Global Securities Market, Legal and Regulatory Aspects* 107, 110 (Fidelis Oditah ed., 1996); E. C Bettelheim, « Collateral in Euroclear and Cedel : a legal comparaison » : *JIBFL*, sept. 1998, p. 363; R. Guyn, « Modernizing Securities ownership, Transfer and Pledging law : A Discussion paper on The Need for International Harmonization » : *Capital Market Forum* (1996), p. 33; J. Benjamin, « Cross-border proprietary rights : taking security and insolvency » : *JIBFL*, janvier 1997, p. 6; J. Benjamin, « Recharacterisation risk and conflict of laws » : *JIBFL*, décembre 1997, p. 513; I. Jameson, X. Louveaux, « Cross-Border securities collateralisation : lenders beware » : *JIBFL*, novembre 1996; K. Tyson-Quah, « Cross-border securities collateralisation made easy » : *JIBFL*, avril 1996, p. 1. H. de Vauplane et F. Nizard, « Les titres inscrits en compte en droit international privé » : *Mélanges AEDBF III, Banque éd.* 2001. Cf. aussi le débat organisé par l'AEDBF-France le 15 juin 1999 relatif à « La détermination de la loi applicable dans la prise de sûreté sur titres ».

6 Pour une étude comparée de la problématique, cf. Richard Potok, *Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, Butterworths : UK, 2002 : voir notamment le troisième chapitre qui présente des cas de figure et illustre les questions et les difficultés rencontrées par ceux qui travaillent dans le domaine des sûretés transfrontières. Ces cas de figures et questions sont alors examinés pour chacune des 25 juridictions. Le chapitre final contient une description du projet de La Haye sur les titres et explique son utilité dans un contexte de manque de sécurité juridique, tel qu'il en ressort clairement de cette étude.

7 Sur cette question, cf. H. Kronke, *Capital Markets and Conflict of Laws, Cours de l'Académie Royale de La Haye*, 2001, p. 320.

8 H. Kronke, *Capital Markets and Conflict of Laws, Cours de l'Académie Royale de La Haye*, 2001, p. 320 et les références citées, notamment n° 156. Cf. aussi pour une approche en droit allemand, cf. D. Einsele, « Rights of Depositors in Financial Instruments Held with a Central Depository », in *Les opérations boursières en Europe, Colloque AEDBF 2001, Bruylant*, 2002, p. 117. Pour une approche en droit français, H. de Vauplane, « Le transfert de propriété des titres dématérialisés », in *Les opérations boursières en Europe, Colloque AEDBF 2001, Bruylant*, 2002, p. 147.

9 PRIMA est l'acronyme anglais de « *Place of the Relevant Intermediary Approach* ».

10 Il aurait été préférable d'exclure du champ d'application de la Convention les « transferts » réglementés par des dispositions législatives spécifiques au bénéfice des teneurs de compte/conservateurs de titres afin de pallier la défaillance de leurs clients acheteurs de titres (voir en ce sens, l'art. L. 431-3 du c. mon. fin).

11 L'objet de la Convention est de déterminer la loi applicable à certains droits sur des titres détenus par des intermédiaires. Le texte rend compte de toute une série d'opérations qui sont du « *domaine de la loi applicable* » ; d'une manière schématique, il s'agit essentiellement de soumettre à la loi applicable certains aspects réels d'un « *transfert de titres* » tel que défini à l'article 1 (1), c'est-à-dire tout transfert de propriété, pur et simple ou à titre de garantie, ainsi que toute constitution de sûreté, avec ou sans dépossession. La Convention exclut du domaine de la loi applicable les relations personnelles du titulaire du compte et de son intermédiaire, les relations personnelles des parties à un transfert de titres, les relations personnelles entre l'émetteur et le titulaires des droits sur les titres. Pour une présentation détaillée de la problématique de la détention indirecte de titres dans une perspective internationaliste, cf. Christophe Bernasconi, « Rapport sur la loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte » : Document préliminaire n° 1 de novembre 2000 : www.hcch.net

12 Steven L. Schwarcz : « Indirect Held Securities and Intermediary Risk » : *RDU* 2001-2, pp. 283-299 : Visant le système de détention indirecte pratiqué sur le marché mondial des valeurs mobilières, l'article analyse d'abord de quelle façon les systèmes juridiques pourraient répondre à un tel risque et, concluant à la nécessité d'une réglementation uniforme en matière de risque de l'intermédiaire, il examine comment une telle règle pourrait être mise en œuvre au niveau international.