

# LA LOCALISATION D'UN COMPTE D'INSTRUMENTS FINANCIERS



**THIEBALD  
CREMERS**

Doctorant,  
Juriste titres  
BNP Paribas  
Securities  
Services

Quelle règle de conflit pour déterminer la loi applicable aux effets patrimoniaux de l'inscription de titres en compte ? L'opposition entre un rattachement objectif, prévu par trois directives européennes, et le rattachement subjectif, prévu par la Convention de La Haye, traduit deux conceptions de la sécurité juridique : sécurité des marchés financiers ou sécurité des parties à la convention de compte. Le rattachement objectif prévu par les trois directives européennes mérite d'être précisé, notamment en vue d'une règle de conflit européenne générale.

L'industrie du titre a fortement changé de visage depuis quelques décennies. On est passé d'un ensemble juxtaposé de systèmes de détention nationale, matérielle et directe de titres à une superposition de systèmes de détention dématérialisée ou immobilisée<sup>1</sup>, internationale et directe ou indirecte. L'internationalisation a nécessité une réponse urgente à la question du droit applicable aux instruments financiers<sup>2</sup>. En même temps, l'intermédiaire

et la dématérialisation ont rendu la réponse à cette question particulièrement difficile<sup>3</sup>.

Pourquoi ? La règle classique est que le droit applicable aux titres, biens meubles et corporels, est la *lex rei sitae* ou *lex situs*<sup>4</sup>. L'application de cette règle impose de localiser les biens afin de faire coïncider la loi applicable avec le pays où les biens sont situés. Or, la dématérialisation et l'intermédiation ont rendu la localisation des titres moins évidente. Le titre ne s'incorpore plus dans une forme matérielle<sup>5</sup>, permettant de le localiser, il est devenu

immatriculer les titres au nom de SICOVAM, qui exerce alors, en qualité de mandataire du propriétaire, tous les droits attachés aux titres à l'égard de la société émettrice.

1. Il existe des différences entre la dématérialisation et l'immobilisation, mais c'est leur point commun qui nous intéresse ici, à savoir que la propriété des titres est transférée sans support papier par virement de compte à compte. Dans le présent article, nous n'utiliserons que le mot « dématérialisation » pour viser la dématérialisation et l'immobilisation.
2. L'internationalisation n'est pas une intervention des dernières années du XX<sup>e</sup> siècle. Les actions négociables ou *sols*, apparaissent au XVIII<sup>e</sup> siècle, et dès 1720, Daguesseau signale l'acquisition des actions par les étrangers. Cf. également G. Ripert, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, 2<sup>e</sup> éd., Paris, 1951, p. 153, al. 65. Fait très intéressant, l'auteur lie la nationalité d'une émission au lieu de l'émission ou à la nationalité de l'établissement débiteur. Signalons le décret du 4 août 1949 qui autorise le propriétaire de valeurs étrangères à faire

3. Parmi les articles consacrés à la question, citons entre autres : P. Langlet et P.-G. Marly, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre – octobre 2000, p. 3 ; P. Bloch et H. De Vauplane, *Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002*, Clunet, 2005, p. 3 ; M. Germain et C. Kessedjian, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002, *Revue Critique de Droit International Privé*, janvier – mars 2004, p. 49 seq. ; Ph. Portier, *Vers un droit unique de titres dématérialisés sous conservation*, *Revue de droit bancaire et financier*, mai – juin 2003, p. 174 ; J.-J. Daigre et H. De Vauplane, *Critère de localisation de titres dématérialisés*, *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Banque et Droit, janvier – février 2003, p. 33 ; C. Bernasconi et R. Potok, *PRIMA Convention brings certainty to cross-border deals*, *International Financial Law Review*, janvier 2003, p. 11. ; I. Thoma, *Applicable law to indirectly held securities : a non-“trivial pursuit”*, *Butterworths Journal of international banking and finance law*, avril 2008, pp. 190-192. Voir également certains ouvrages : B. Audit, *Droit international privé*, Paris, 2006, p. 628 ; R. Goode, H. Kanda et K. Kreuzer, *Convention de La Haye sur les titres – rapport explicatif*, La Haye, 2005 et les développements de M. Haentjens, *Harmonisation of Securities Law. Custody and Transfer of Securities in European Private Law*, Alphen-aan-den-Rijn, 2007, p. 287 et seq.
4. Le droit anglais distinguait les titres nominatifs des titres au porteur. La règle de conflit permettant de déterminer la loi applicable aux titres au porteur était la *lex rei sitae* ; si le titre était nominatif, la loi applicable était la *lex cartae sitae*, c'est-à-dire la loi du lieu où le registre de l'émetteur était tenu ou la loi du lieu de la constitution de la société émettrice. Cf. I. Thoma, op. cit., p. 190.
5. La théorie de l'incorporation (*reification* ou *Verkörperung* respectivement en anglais et en allemand) a été développée à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, en Allemagne. Cf. A. Goenner, *Von Staatschulden*, Munich 1886 et Savigny, *Traité des obligations*, trad. fr., 2<sup>e</sup> éd., Paris 1873. Elle a été introduite en France par A. Wahl, *Traité théorique et pratique des titres au porteur*, Paris, 1891. L'auteur justifie la théorie de l'incorporation par le fait même que le titre est au porteur : «... l'émetteur a créé un titre par lequel il s'est engagé à fournir au porteur du titre une prestation quelconque. Il doit donc, et il peut payer au porteur seul, sans justification autre que la présentation du titre ». L'incorporation signifie que le titre n'est pas seulement une preuve du droit, il est la représentation même du droit. « Céder le titre, c'est céder le droit », G. Ripert, op. cit. p. 149. Il est remarquable que la théorie de l'incorporation, servant la négociabilité et la sécurité dans la négociation de titres, n'a

incorporel, s'il n'est immobilisé dans un coffre-fort, et un même titre est représenté par autant d'inscriptions en compte qu'il y a d'intermédiaires<sup>6</sup>. Comment localiser un titre lorsque toute une chaîne d'intermédiaires, teneurs de compte, situés dans plusieurs pays, s'interpose entre l'émetteur et le propriétaire du titre, inscrivant le titre en compte de manière superposée? En 2000, il a été signalé qu'il n'est pas possible de déterminer le lieu de situation des instruments financiers dématérialisés, mais que le droit de propriété trouve son siège dans le compte titres<sup>7</sup>. Ce compte est tenu par un intermédiaire. Mais quel intermédiaire et quel compte choisir puisque plusieurs intermédiaires s'interposent entre l'émetteur et le propriétaire du titre? Quel intermédiaire et quel compte: il y a là deux questions distinctes qui n'appellent pas forcément la même réponse<sup>8</sup>.

Plusieurs textes donnent des réponses. Premièrement, en 1998, la directive Finalité<sup>9</sup> répond à ces questions en déterminant que le droit applicable à la constitution de garantie, au bénéfice de participants ou banques centrales, relative à des titres inscrits en compte dans un état membre, « est [...] la législation de cet État membre »<sup>10</sup>. Ensuite, en novembre 2000, le premier rapport préliminaire des travaux de la convention de La Haye<sup>11</sup>, portant, à l'époque, sur la « loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte » localise les titres chez l'intermédiaire en appliquant la PRIMA, acronyme anglais pour Place of Relevant Intermediary Approach<sup>12</sup>. Par cette règle, la convention de La Haye précise auprès de quel intermédiaire les titres sont localisés, à savoir auprès de l'intermédiaire pertinent, défini comme l'intermédiaire qui « tient le compte de titres pour le titulaire de compte »<sup>13</sup>. Conséquence logique, en février 2002, l'avant-projet de la convention de La Haye

désigne, comme loi applicable aux titres<sup>14</sup>, la loi de l'État du lieu de l'intermédiaire pertinent, étant précisé que cet État est celui dans lequel le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent sont convenus que le compte de titres soit tenu<sup>15</sup>. Troisièmement, la directive Liquidation des établissements de crédit<sup>16</sup>, réaffirme la position européenne selon laquelle « l'exercice des droits de propriété sur des instruments ou d'autres droits sur de tels instruments dont l'existence ou le transfert suppose l'inscription dans un registre, dans un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé détenus ou situés dans un État membre est régi par la loi de l'État membre dans lequel est détenu ou situé le registre, le compte ou le système de dépôt centralisé dans lequel ces droits sont inscrits. » Enfin, la directive Collateral<sup>17</sup> contient une règle de conflit de loi renvoyant à la loi de l'État où est situé le compte pertinent pour régler toute question relevant du domaine d'application de la directive. Le compte pertinent est défini par cette directive comme le registre ou le compte « où sont portées les inscriptions par lesquelles les instruments financiers sont remis à titre de garantie au preneur ». En milieu d'année 2002, ces quatre textes appliquaient le même raisonnement à deux temps. Premièrement, les textes localisent les titres dans un compte tenu par un intermédiaire, ce qui permet, le cas échéant, d'appliquer une loi différente par maillon de la chaîne d'intermédiation. Ensuite, le compte est localisé dans un pays. Sur ce second point, les directives et le premier projet de la convention de La Haye divergeaient. Alors que les directives prennent la localisation géographique d'un compte comme une évidence, la convention de La Haye faisait de la volonté des parties un critère de localisation.

Si en février 2002, le projet de la convention de La Haye faisait application de la PRIMA, avec un certain rôle joué par la volonté des parties pour localiser un compte, en décembre de la même année, le texte avait évolué. La règle de conflit de loi du texte définitif prévoit en effet que la loi applicable aux titres est « la loi en vigueur de l'État venue expressément dans la convention de compte »<sup>18</sup>. La volonté des

jamais été admise en droit anglais et en droit américain. Les États-Unis ont légiféré sur la négociabilité des titres en 1907. Cf. M. Haentjens, op. cit., p. 30 et 31.

6. L'analyse selon laquelle les inscriptions en compte superposées concernent toutes le même instrument financier est propre à plusieurs systèmes juridiques, dont le droit français. Le droit comparé nous apprend que d'autres systèmes juridiques distinguent le titre émis et le titre intermédiaire qui sont de nature différente. Cf. F. Drummond, *Intermediated securities: reflections on a new concept in French financial markets law*, Law and Financial Markets Review, septembre 2007, p. 435.
7. P. Langlet et P.-G. Marly, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, dans *Banque et Droit* n° 73, septembre – octobre 2000, p. 3.
8. Voir notamment J.-J. Daigre et H. De Vauplane, op. cit., p. 35, al. 3 font état du sentiment de déception en opposant la PRIMA (Place of Relevant Intermediary Approach) à la PRACA (Place of Relevant Account Approach): «... 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. »
9. Directive 98/26/CE du Parlement européen et du conseil du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.
10. Article 9.2 de la directive Finalité.
11. Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire du 5 juillet 2006, ci-après désignée comme la convention de La Haye.
12. C. Bernasconi, *La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte*, document préliminaire n° 1 dans le cadre des travaux préparatoires de la Convention de La Haye, Conférence de La Haye de droit international privé, novembre 2000, p. 30 seq.
13. Convention de La Haye, article 1.1.g). On relèvera que si le texte final de la convention de La Haye retient une règle de conflit différente de celle proposée initialement, le critère de localisation des instruments financiers, lui, n'a pas changé. Si la convention de La Haye introduit la notion d'intermédiaire pertinent, la notion de « compte pertinent » pouvait déjà être déduite de la directive Finalité, comme l'ont montré, par l'exemple, P. Langlet et P.-G. Marly, op. cit.

14. Le domaine d'application de la convention de La Haye n'est pas « les titres », mais une énumération d'actes juridiques résultant d'une démarche analytique. Les éléments de l'énumération ont en commun d'être internationaux, d'application universelle (et non uniquement aux états qui ont signé la convention), et de concerner des titres tenus par un intermédiaire. Convention de La Haye, considérants, articles 2 et 3. Pour une analyse complète, cf. *inter alia*, M. Germain et C. Kessedjian, op. cit. p. 57 et seq.

15. L'autonomie des parties est un critère de localisation du compte, non un critère de rattachement comme elle l'est dans le texte final de la convention de La Haye. L'illustration de l'application de la PRIMA est fournie par C. Bernasconi, *La loi applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte*, document préliminaire n° 1 dans le cadre des travaux préparatoires de la Convention de La Haye, Conférence de La Haye de droit international privé, novembre 2000, p. 30 seq. et par R. Goode, H. Kanda et K. Kreuzer, *Convention de La Haye sur les titres – rapport explicatif*, La Haye, 2005.

16. Directive 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit.

17. Directive 2002/47/CE du Parlement Européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière.

18. Article 4 de la Convention. La formulation de l'article 4 de la convention est plus complète puisqu'elle lie a priori le droit applicable à la convention de compte avec le droit applicable aux titres, sauf si les parties sont expressément convenues d'appliquer une autre loi. L'article 5 de la convention prévoit en cascade 3 rattachements subsidiaires pour le cas, en pratique très improbable, où les parties n'auraient pas inséré dans leur convention de compte une clause de droit applicable. Le résultat de la loi d'autonomie est donc surprenant: la convention de La Haye prend la peine de localiser les titres chez l'intermédiaire pertinent, défini comme « l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte », pour appliquer non la loi du pays où est situé l'intermédiaire ou le compte, mais

parties n'est plus un élément de localisation d'un compte mais le critère de rattachement de la règle de conflit. Cette loi d'autonomie est encadrée par un test de réalité, relatif à une prestation de services de tenue de compte par ou pour l'intermédiaire pertinent, dont le caractère limitatif du libre choix a été mis en doute rapidement<sup>19</sup>. La règle de conflit des directives européennes, identifiant l'intermédiaire pertinent avant d'appliquer la loi du pays de situation du compte pertinent, n'a pas été retenue. Proche du droit américain<sup>20</sup>, la convention de La Haye applique la loi d'autonomie. Ce changement de choix de règle de conflit résulte des difficultés rencontrées, lors des négociations, de localiser le compte pertinent<sup>21</sup>.

Ce changement de règle de conflit par la convention de La Haye a déclenché, au niveau européen, une discussion entre institutions sur la signature ou non de la convention. Le rapport d'évaluation de la directive Collateral mentionne, au sujet de la règle de conflit de loi, la nécessité de préciser la localisation du compte<sup>22</sup>, le débat de la signature de la convention de La Haye n'étant pas encore tranchée<sup>23</sup>.

Au résultat de ces évolutions, deux types de règles de conflit de loi s'offrent à nous. Premièrement, la règle européenne, dite PRACA, acronyme anglais pour Place of Relevant Account Approach puisque les trois directives localisent le compte dans un pays et deuxièmement la loi d'autonomie proposée dans la convention de La Haye. Ces deux types de conflit de loi sont incompatibles. L'opposition fondamentale entre ces deux types de règles de conflit tient dans la liberté des parties de pouvoir ou non influencer sur la loi applicable (I). Il conviendra ensuite de mettre l'accent sur la question des critères de localisation du compte (II), question qui a été au cœur de la négociation de la convention de La Haye, au motif notamment que l'absence de localisation nuirait à la sécurité juridique.

la loi d'autonomie. Dans la logique de la convention de La Haye, l'identification de l'intermédiaire pertinent aurait suffi : il est une des parties qui choisissent le droit applicable.

19. M. Germain et C. Kessedjian, *op. cit.*, p. 68, al. 30.

20. L'article 8-110 du Uniform Commercial Code distingue les questions relevant du droit des sociétés régies par la loi locale de l'émetteur (telles la validité du titre et les droits et obligations de l'émetteur par rapport à l'enregistrement d'un transfert) et les questions applicables à la relation intermédiée. Ces dernières comprennent non seulement les droits et obligations résultant pour l'intermédiaire et le titulaire de securities entitlement, mais également l'acquisition de securities entitlement et les réclamations de tiers (*adverse claims*). La loi applicable à ces questions est la loi locale de la juridiction de l'intermédiaire. La localisation de cette juridiction dépend largement de la volonté des parties. Cf. C.S. Bjerre et S.M. Rocks, *The ABCs of the UCC, Article 8: Investment Securities*, Chicago, 2004, p. 90 seq. et plus précisément p. 92 : « Because this rule depends primarily on jurisdictions specified by agreement, its other fallback provisions are default rules ». Également M. Haentjens, *op. cit.*, p. 204.

21. Les difficultés de localiser un compte ont été évoquées par M. Germain et C. Kessedjian, *op. cit.*, p. 66, al. 24 ; Ph. Portier, *op. cit.* ; J.-J. Daigre et H. De Vauplane, *op. cit.* p. 36 et P. Bloch et H. De Vauplane, *op. cit.*, p. 30, al. 52.

22. *Rapport de la commission au parlement européen et au conseil. Rapport sur l'évaluation sur la directive concernant les contrats de garantie financière (2002/47/CE)*, Bruxelles, 20 décembre 2006, COM(2006)833 final, p. 12, § 4.5.

23. La proposition de la Commission pour une décision du Conseil de signer la Convention de La Haye date du 15 décembre 2003 : COM (2003) 783 final. La Banque Centrale Européenne a exprimé des inquiétudes sur la convention de La Haye dans un avis du 17 mars 2005 (JO C 81 du 2 avril 2005, p. 10.). Le 14 décembre 2006, le Parlement européen s'est prononcé contre l'abandon de la règle PRIMA sans contrôle démocratique, vu les inquiétudes exprimées par la Banque Centrale Européenne, et demande une étude d'impact de la signature de la convention de La Haye.

## I. L'IMPORTANCE DE LOCALISER LE COMPTE

Dans son avis sur la convention de La Haye, la Banque Centrale Européenne a rappelé que « en vertu du régime communautaire actuel, le système juridique dont la loi régit un système de règlement-livraison ou un dépositaire central de titres coïncide avec celui dont la loi régit les aspects patrimoniaux des droits résultant des titres inscrits en comptes détenus auprès de ce système de règlement-livraison ou de ce dépositaire central de titres, garantissant ainsi sécurité juridique et transparence, et évitant le risque juridique »<sup>24</sup>. Si le droit positif fait coïncider la loi applicable au système de règlement-livraison<sup>25</sup> ou au dépositaire central et la loi applicable aux aspects patrimoniaux des crédits en compte, une certaine pratique de la conservation globale fait coïncider le droit applicable au teneur de compte, le droit applicable aux aspects patrimoniaux de l'inscription en compte et le droit applicable à la convention de compte. Les parties à une convention de compte la soumettent souvent au droit du pays où le compte est localisé. Nous trouvons des indications de cette pratique, au niveau des infrastructures, dans l'avis de la Banque centrale européenne<sup>26</sup>. La Banque avise qu'en pratique, les systèmes et dépositaires centraux ne choisiraient pas forcément un droit différent de celui qui les régit, mais attire l'attention du Conseil sur la possibilité d'une telle dissociation et les éventuelles conséquences sur le caractère définitif du règlement et la création de risque systémique. La convention de La Haye n'ignore pas non plus la logique de faire coïncider la loi applicable à la convention de compte avec la loi applicable aux aspects patrimoniaux des instruments financiers. Elle en fait même le rattachement principal<sup>27</sup>.

En pratique, cette coïncidence résulte, à ce jour, justement de la liberté de choix du droit applicable à la convention de compte. Or, le choix d'une loi applicable à la convention de compte produit des conséquences sur la relation entre les parties et non envers les tiers. Par exemple, selon la loi choisie, l'obligation d'information du teneur de compte ou l'obligation de services de récupération fiscale peuvent être plus ou moins renforcées ; mais quelque soit la loi choisie, les aspects patrimoniaux des inscriptions en compte ne changent pas. Le teneur de compte demeure assujéti à des obligations comptables, manifestant l'inscription des titres dans un compte ; les créanciers ne peuvent pas saisir les titres en cas de faillite de l'intermédiaire et l'intermédiaire est protégé par la loi qui lui confère des droits sur les titres déposés pour le cas où le titulaire de compte ne paye pas la rémunération du teneur de compte ou le prix d'acquisition des titres. Ces aspects patrimoniaux

24. Avis de la Banque Centrale Européenne du 17 mars 2005, sollicité par le Conseil de l'Union européenne sur une proposition de décision du Conseil concernant la signature de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. (2005/C 81/08), p. 4, al. 11.

25. Ci-après désigné comme le système.

26. Avis de la Banque Centrale Européenne, cité supra.

27. L'article 4.1 de la convention de La Haye dispose que la loi applicable au domaine d'application de la convention est la « loi en vigueur de l'État convenu expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci, ou... »

ne font pas l'objet d'un choix. Ils ont été mis en place par les législateurs pour protéger l'intermédiaire, le marché financier et l'ordre public financier<sup>28</sup>.

En l'occurrence, l'ordre public financier présente deux aspects. Premièrement, les effets patrimoniaux des inscriptions en compte sont mis en place afin de garantir l'intégrité du marché<sup>29</sup> et deuxièmement, par l'absence de choix de loi applicable, ces effets patrimoniaux ne peuvent pas être contournés. C'est l'essence même de la notion d'ordre public financier. Cette notion justifie les limitations à la liberté contractuelle dans la mesure où cette liberté met en danger le bon fonctionnement du marché. La règle de conflit européenne vise justement à limiter le risque systémique et à accroître la sécurité juridique des constitutions de garantie<sup>30</sup>. Un des moyens d'atteindre ces objectifs et de soumettre la constitution de garanties, au bénéfice des participants ou de banques centrales ou au bénéfice de preneurs de garanties financiers, au droit du pays où le compte est situé. Cette obligation de loi applicable confère transparence<sup>31</sup> et uniformité du risque que prend le teneur de compte dans l'exercice de son activité. À l'opposé, toujours selon la Banque centrale européenne, « l'application des lois d'une multitude de systèmes juridiques au sein d'un système (c'est-à-dire autant de systèmes juridiques que d'adhérents qui demandent application d'une loi différente) accroît la complexité juridique et il se pourrait qu'elle affecte la stabilité systémique ».

## II. LES CRITÈRES DE LOCALISATION DU COMPTE

Déterminer le lieu de situation des instruments financiers suppose un raisonnement en deux temps. Dans un premier temps, il faut localiser les instruments financiers auprès d'un intermédiaire, teneur de compte<sup>32</sup>, et dans

un second temps, le compte doit être localisé en un lieu géographique. La localisation de l'instrument financier auprès d'un intermédiaire est nécessaire parce que l'instrument financier, bien incorporel, est représenté par autant d'inscriptions en compte qu'il y a d'intermédiaires, chaque intermédiaire pouvant être titulaire de compte au regard de l'intermédiaire du niveau supérieur. Ainsi, suivant le cas d'espèce, autant de lois peuvent s'appliquer à une cession de titres (par exemple) qu'il y a d'intermédiaires<sup>33</sup>. Ensuite, la localisation du compte en un lieu géographique permet de déterminer le droit applicable à chaque maillon de la chaîne d'intermédiation. Un intermédiaire situé dans un pays donné n'y tient pas forcément ses comptes. On ne peut donc pas se limiter à l'application du droit du pays de situation de l'intermédiaire, celui-ci pouvant tenir des comptes dans des pays différents. C'est bien le compte qu'il faut localiser.

Dans le cadre de la négociation de la convention de La Haye, il a été avancé qu'un compte ne peut être localisé avec certitude parce que différents aspects de la prestation de service peuvent être fournis depuis des pays différents. Les critères de localisation proposés, fondés sur les obligations comptables, fiscales ou d'information réglementaire n'ont pas été retenus au motif, premièrement, que ces obligations ne sont pas universelles et deuxièmement qu'elles sont sans rapport avec « les considérations qu'implique l'activité mondiale de conservation, de compensation et de règlement-livraison », notamment en raison de l'utilisation très large qui est faite de la sous-traitance<sup>34</sup>. Il a été avancé que les techniques informatisées de traitement des comptes ne permettent pas de les localiser et que, en outre, l'industrie du titre est telle que les lieux de tenue de compte peuvent changer en permanence, à l'insu du titulaire de compte<sup>35</sup>.

La complexité de l'industrie du titre est causée par la dématérialisation et l'intermédiation qui n'empêchent ni la localisation des instruments financiers dans des comptes, ni l'identification des intermédiaires et des comptes<sup>36</sup>. En dépit de l'utilisation faite de l'informatique, de la sous-traitance et de la décentralisation ou concentration opérationnelle en un lieu donné, la localisation d'un compte obéit, en pratique, à un faisceau d'in-

28. Sur l'ordre public financier, cf. la thèse de J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Paris, 2007. L'auteur appuie son propos sur la réglementation d'ordre public sur l'information du marché (dont les déclarations de franchissement de seuil et le délit d'initié), le libre établissement des cours (rachat d'actions), l'information du partenaire faible (appel public à l'épargne, démarchage et centralisation des ordres). La convention de La Haye et les directives interdisant aux parties de choisir le droit applicable aux titres ou conventions ne sont pas citées. Toutefois, les considérants des directives montrent que la raison pour laquelle les parties n'ont pas le choix de déterminer le droit applicable au titre relève de l'intérêt du marché.

29. La question du droit applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire est d'une grande importance en matière d'activités post-marché (compensation et règlement-livraison) car ces activités ont justement pour objet de limiter au maximum les risques (notamment de contrepartie) sur les marchés d'instruments financiers. V. H. Boucheta, *Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne : aspects juridiques*, Banque et Droit n° 106, mars - avril 2006, p. 24.

30. Directive Finalité, considérants 1, 4 et 9; Directive Collatéral, considérants 1, 3, 8 et 17. En outre, l'attendu 29 de la directive Liquidation des établissements de crédit est particulièrement intéressant. Il lie la confiance du tiers acquéreur à la soumission d'une acquisition à la loi « de l'État sous l'autorité duquel le registre ou le compte est tenu. »

31. Avis de la Banque Centrale Européenne, citation supra.

32. La localisation des titres auprès d'un intermédiaire ne pose pas de problème. Cf. convention de La Haye, article 1.1.a) qui définit le compte titres comme le « compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités »; article 1.1.g) définit l'intermédiaire pertinent comme « l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte ». La formulation de la directive Collatéral est plus précise. Elle définit le compte pertinent comme « [...] le registre ou le compte, qui peut être tenu par le preneur de la garantie, où sont portées les inscriptions par lesquelles les instruments financiers sont remis à titre de garantie au preneur. » (art. 2.1.h)). Dans la doctrine, la localisation des titres dans le compte

était admise au moins depuis 2000. Cf. P. Langlet et P.-G. Marly, op. cit.

33. L'application d'un seul droit, celui du lieu d'émission, correspondant souvent à la *lex societatis*, aurait été l'application de la théorie du look-through ou transparence. Cette théorie a définitivement été écartée en faveur d'une approche « stage by stage ». Cf. P. Bloch et H. De Vauplane, op. cit., p. 26, al. 45.

34. I. Thoma, op. cit., p. 191 et R. Goode, H. Kanda et K. Kreuzer, op. cit., p. 83, al. 4-24 et suivants. Les auteurs citent l'exemple d'un compte initialement ouvert à Tokyo, par un teneur de compte qui envoie les relevés de compte depuis Berlin et paie les dividendes depuis Hong-Kong; les informations relatives au compte étant fournies depuis Singapour, le suivi informatique est fait depuis New Delhi et San Francisco; le client accède à ces compte depuis un ordinateur portable emporté pendant les nombreux déplacements dans le monde entier.

35. M. Germain et C. Kessedjian, op. cit., p. 66, al. 24. Cet exemple provocateur n'est même pas didactique puisque la question essentielle n'est pas posée à savoir quel service de tenue de compte l'intermédiaire fournit.

36. P. Bloch et H. De Vauplane, op. cit., p. 30, al. 52 expriment leur scepticisme quant aux arguments avancés par le groupe d'experts pour rejeter les critères de localisation d'un compte d'instruments financiers. Si les obligations fiscales n'existent pas dans chaque pays, et que la tenue de compte conservation ne donne pas partout lieu à des obligations d'information à l'égard d'un régulateur, chaque compte donne toujours lieu à une comptabilité. Cette comptabilité est tenue suivant les règles d'un pays donné, ce qui permet de localiser un compte.

dices. Ce faisceau d'indices est constitué de six éléments. Ces indices ne sont ni juridiques, ni réglementaires ou comptables. La recherche internationale de tels indices permettant la localisation du compte a déjà échoué. Ces indices sont d'ordre économique. Le compte est localisé à travers la prestation de service de tenue de compte conservation.

■ Premièrement, le critère le plus simple. Il consiste en la localisation du compte dans le pays où est situé l'intermédiaire, société mère, filiale, succursale ou bureau de représentation, qui offre l'ensemble des aspects de la tenue de compte conservation depuis le même pays. Ainsi, la banque américaine qui a une filiale en France, dépositaire des actifs de plusieurs FCP, dont des FCP ayant pour politique d'investissement d'investir dans des actions et obligations nord-américaines. Cette filiale française de la banque américaine vend à l'ensemble de ses clients une prestation de conservation de titres en France – la proximité du client est essentielle, aussi bien pour le conservateur que pour le titulaire de compte. Le conservateur y gère le contact quotidien avec ses clients, emploi en France les chargés de compte et tout le personnel s'occupant d'informer les clients, d'envoyer les relevés de compte et avis d'opéré et reçoit les instructions de la part des clients. Elle doit relever de l'énumération de l'article L.542-1 du Code monétaire et financier, ce qui fait coïncider ce premier critère avec le critère de la réglementation que nous verrons plus loin. Il n'existe aucune difficulté pour localiser le compte dans le pays dans lequel le teneur de compte offre l'ensemble des prestations. Deux précisions s'imposent. D'abord, le recours à un sous-conservateur, dans notre exemple pour la conservation de titres émis aux États-Unis, n'est rien d'autre qu'une contrainte liée à l'intermédiation. Le titre émis par l'émetteur américain est localisé de manière dématérialisée et superposée dans plusieurs comptes, ce qui n'empêche pas la localisation de chaque compte, dont le compte situé en France dans lequel sont inscrits, entre autres, les titres américains. Ensuite, ce premier critère inclut le cas d'un intermédiaire qui concentre l'ensemble de la prestation de service dans un pays donné, depuis lequel il accède à plusieurs marchés. Tel est le cas de la banque française, concentrant à Paris l'ensemble des activités de tenue de compte relatif aux quatre marchés Euronext. Cette banque est membre à distance (depuis Paris) du dépositaire central portugais. Si le dépositaire central est une infrastructure permettant de déterminer sur quel marché un intermédiaire est actif, il est également un sous-conservateur du niveau supérieur dans la chaîne d'intermédiation. L'accès à un marché à distance ne délocalise pas le compte.

■ Deuxièmement, le compte est localisé dans les bureaux de l'intermédiaire, teneur de compte, qui est l'interlocuteur quotidien du titulaire de compte, c'est-à-dire le gestionnaire responsable de la relation avec le titulaire de compte et non le lieu d'un centre d'appel ou d'un centre de traitement opérationnel centralisé ou délocalisé. Ce critère correspond à deux cas de figure. D'abord, l'intermédiaire peut avoir délocalisé des traitements informatiques dans un pays où la main-d'œuvre est moins chère que dans le pays où il fournit le service. Cette délocalisation n'empêche pas que l'intermédiaire offre un service

sur un marché autre que le pays où est géré le centre d'appel ou le centre de traitement informatique. Nous pouvons prendre l'exemple de la banque new-yorkaise qui fait développer tout son système informatique en Inde. Cela ne délocalise pas le compte. Un autre exemple, plus parlant, est celui du dépositaire central sud-africain qui fait développer son système informatique par le même informaticien indien<sup>37</sup>. Les comptes tenus par le conservateur central Sud-africain ne sont pas tenus en Inde pour autant, l'intermédiaire n'ayant nullement l'intention de délocaliser la prestation de service. Ensuite, le teneur de compte peut avoir concentré en un seul lieu le traitement informatique de la tenue de compte pour un ensemble de pays. Ce traitement informatique ne doit pas être sous-estimé. Il peut concerner l'identification des titulaires de compte, l'exécution des instructions, voire la réception des instructions du titulaire de compte, la création d'informations relatives aux opérations sur titres affectant les titres inscrits en compte. Le contact quotidien du titulaire de compte n'en demeure pas moins localisé dans le pays où se situe le responsable de la relation. Il en va ainsi pour la banque américaine qui a centralisé dans un État donné des États-Unis, l'ensemble de la chaîne de traitement informatique pour l'ensemble des marchés sud-américains. La banque américaine a une présence locale dans chaque pays sud-américain où le service est rendu et il est soumis à la réglementation bancaire de chaque pays sud-américain (notamment en termes de ségrégation des avoirs, d'identification du propriétaire des avoirs et, le cas échéant, de limitation de rapatriement des espèces ou encore de déclaration des opérations suspectes). Cette banque américaine est teneur de compte dans chaque pays sud-américain, nonobstant le traitement informatique aux États-Unis. Ce cas de figure se distingue aisément du membre à distance d'un marché, évoqué dans le premier critère.

■ Troisièmement, le compte peut être localisé dans le pays dont le teneur de compte applique la réglementation comptable en relation avec le compte. Ce critère est d'autant plus important que le titre dématérialisé prend la forme d'une ligne comptable dans un compte. La comptabilité identifie le teneur de compte et il a été signalé que les obligations du teneur de compte en relation avec la lutte contre le blanchiment des capitaux et le terrorisme sont liés à la comptabilité<sup>38</sup>.

■ Quatrièmement, le compte peut être localisé dans le pays où le teneur de compte est localisé. Cette localisation se fait selon le droit des sociétés du pays concerné, par immatriculation à un registre des sociétés par exemple. La localisation du teneur de compte dans un pays donné est un indice fort mais insuffisant pour localiser le compte dans le même pays. Il est un indice fort, parce qu'en pratique, on voit mal un teneur de compte localiser un compte dans un pays dans lequel il n'a aucune présence, ni même succursale ou bureau de représentation. Mais la présence d'un teneur de compte conservateur est un indice insuffi-

37. Étude de McKinsey & Company, *The emerging global labor market*, juin 2005, p. 16.

38. Ce critère a fait l'objet de discussions lors de la négociation de la convention de La Haye. Cf. P. Bloch et H. De Vauplane, *op. cit.*, p. 30, al. 52.

sant pour localiser le compte dans le même pays. Ainsi, la liste des établissements habilités à exercer le service de tenue de compte conservation en France, publiée par la Banque de France<sup>39</sup>, comprend des banques établies à l'étranger. Bien entendu, l'autorisation d'exercice de la tenue de compte conservation ne signifie pas que le compte soit localisé dans ce pays.

■ Cinquièmement, le compte peut être localisé dans le pays dont le régulateur est compétent pour réguler l'activité du teneur de compte. Si la tenue de compte conservation n'est pas régulée dans tous les pays, elle l'est bien dans un grand nombre de pays développés.

■ Sixièmement, le compte peut être localisé dans le pays où est situé le dépositaire central d'instruments financiers, sous-conservateur direct du teneur de compte. Ce critère s'applique uniquement à la conservation locale. La distinction entre conservation locale et conservation globale est importante. La conservation locale est la conservation d'instruments financiers admis auprès du dépositaire central dont le teneur de compte conservateur est membre direct. L'exemple est celui d'un teneur de compte conservateur américain, membre direct de DTC, conservateur central de titres à New York. Le titulaire de compte peut être une banque étrangère (non américaine), qui est client du teneur de compte aux États-Unis afin de détenir des titres listés auprès de DTC<sup>40</sup>. La présence locale est l'intérêt même de la prestation de service du conservateur local<sup>41</sup>. Cette présence locale peut être à distance, comme montré dans les exemples donnés sous le premier critère de localisation.

Aucun de ces critères n'est exclusif et le raisonnement consiste à vérifier la coïncidence des critères du faisceau d'indices. Finissons par quelques réflexions sur cet ensemble d'indices. Il est important d'analyser le modèle économique choisi par le teneur de compte. Ainsi, la présence locale, même à distance, est primordiale pour un teneur de compte fournissant un service de conservation locale.

Si cette présence est moins importante pour un conservateur global, sa localisation peut aboutir à d'autres obligations comptables et réglementaires et c'est généralement la proximité avec le client qui importe. Dans les deux cas, la localisation géographique et l'offre de service sur un marché donné font partie de la stratégie commerciale du teneur de compte. En outre, la prestation de tenue de compte comprend un nombre plus ou moins important de services et contraintes. Ces services et contraintes peuvent dépendre d'une réglementation locale et des choix économiques du teneur de compte. Or, le teneur de compte qui profite de la globalisation du marché de l'emploi en délocalisant certains services entend diminuer ses coûts, non offrir à ses clients un service différent, localisé ailleurs. Il en va de même pour l'informatique. Le fait qu'un serveur est localisé dans un pays différent de celui où le chargé de compte rend le service et encore différent du pays où se trouve le client, voyageant avec son ordinateur portable, ne signifie pas que le compte est délocalisé ou que le compte se déplacerait avec l'ordinateur portable. Ces éléments se trouvent déjà, par exclusion, dans la convention de La Haye<sup>42</sup>.

Donc, faut-il préciser la règle de conflit française et européenne et déterminer où est localisé un compte d'instruments financiers? Soyons prudents. La véritable question est si l'on préfère la règle de conflit de la Convention de La Haye ou celle des directives européennes. Devant cette alternative, la question du lieu de localisation du compte a été posée lors de la négociation de la Convention de La Haye. Cherchait-on à parfaire la règle de conflit PRIMA ou à aboutir à la loi d'autonomie, loi d'inspiration américaine? Si une réponse juridique satisfaisante dans le monde entier est difficilement trouvable, tant les cultures juridiques et habitudes divergent, l'industrie de la conservation, locale comme globale, ne se l'est jamais posée car la localisation d'un compte de titres fait précisément partie de la prestation de service vendue par l'intermédiaire à ses clients. ■

39. Publié sur : <http://www.banque-france.fr/fr/supervij/telechar/popetscred/jotcc2006.pdf>

40. Ce qui ne signifie pas forcément que le titre est américain, c'est-à-dire un titre émis par un émetteur américain. Il peut s'agir d'un titre émis par une société française, émis également à New York, ou « double-listé ».

41. À l'opposé, le conservateur global passe par un réseau de sous-conservateurs dans le monde (Global Custodian) ou dans une partie du monde (Regional Custodian). Voir [http://www.globalcustody.net/fr/service\\_providers/](http://www.globalcustody.net/fr/service_providers/) pour l'intérêt économique de la distinction

42. Article 4.2 : «... un établissement n'exerce pas, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de compte titres : (a) au seul motif que les installations de traitement de données ou de comptabilité de comptes de titres y sont situés ; (b) au seul motif que des centres d'appel pour communiquer avec les titulaires de compte y sont situés ou exploités ; (c) au seul motif que le courrier relatif aux comptes de titres y est organisé ou que des dossiers ou des archives s'y trouvent ; ou que (d) lorsque cet établissement remplit exclusivement des fonctions de représentation ou administratives, autres que celles se rapportant à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres, et qu'il n'a pas le pouvoir de conclure une convention de compte.»