

**LA LOI APPLICABLE AUX ACTES DE DISPOSITION DE TITRES DETENUS
DANS LE CADRE D'UN SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE**

*Rapport établi par Christophe Bernasconi
Premier secrétaire au Bureau Permanent*

* * *

**THE LAW APPLICABLE TO DISPOSITIONS OF SECURITIES
HELD THROUGH INDIRECT HOLDING SYSTEMS**

*Report prepared by Christophe Bernasconi
First Secretary at the Permanent Bureau*

*Document préliminaire No 1 de novembre 2000
à l'intention du Groupe de travail de janvier 2001*

*Preliminary Document No 1 of November 2000
for the attention of the Working Group of January 2001*

**LA LOI APPLICABLE AUX ACTES DE DISPOSITION DE TITRES DETENUS
DANS LE CADRE D'UN SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE**

*Rapport établi par Christophe Bernasconi
Premier secrétaire au Bureau Permanent*

* * *

**THE LAW APPLICABLE TO DISPOSITIONS OF SECURITIES
HELD THROUGH INDIRECT HOLDING SYSTEMS**

*Report prepared by Christophe Bernasconi
First Secretary at the Permanent Bureau*

Tables des matières

Tables des matières	i
INTRODUCTION	1
I. Historique du projet	1
II. Champ d'application de la Convention proposée	2
A. Question principale : l'actualisation du droit pour tenir compte de la réalité du marché	2
B. L'application de la Convention proposée est limitée aux aspects relatifs au droit patrimonial	4
C. Aspects non couverts	4
1. Nature du droit de l'investisseur et modalités de transfert de ces droits	5
2. Saisie au niveau supérieur	5
3. La création et l'émission des titres	5
4. Droit de la faillite	5
5. Autres formes de droit de propriété détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte	5
III. Terminologie	6
A. « Nantissement » et « <i>security interest</i> »	6
B. « Sûreté », « opération de constitution de sûreté », « transfert en pleine propriété » et « vente »	6
C. Le caractère « opposable » et « définitif » d'un droit	8
D. « Titres représentés par un certificat » (<i>certificated securities</i>) et « titres dématérialisés » (<i>uncertificated securities</i>); titres « au porteur » et titres « nominatifs »; titres « créés matériellement » (<i>physical securities</i>) et « titres dématérialisés » (<i>dematerialised securities</i>); « titres immobilisés » (<i>immobilised securities</i>)	8
E. « Comptes fongibles » / « Comptes généraux » par opposition aux « comptes non-fongibles » / « comptes traçables »	10
IV. Structure du présent Rapport	11
 PARTIE I : LE SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE (A PLUSIEURS NIVEAUX)	12
SECTION 1 — LA STRUCTURE DU SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE	12
SECTION 2 — IMPORTANCE DU SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE	17
SECTION 3 — TRANSFERTS AU SEIN DU SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE	17
 PARTIE II : LA NATURE JURIDIQUE DES DROITS SUR LES TITRES DETENUS DANS LE CADRE DE SYSTEMES DE DETENTION INDIRECTE	19
SECTION 1 — LES ANALYSES JURIDIQUES TRADITIONNELLES - LES DROITS DE PROPRIETE DIRECTE ET LE PROBLEME DE LA CONFUSION AU SEIN DE LA MASSE DES TITRES ..	19
SECTION 2 — REPONSES AU PROBLEME DE LA CONFUSION AU SEIN DE LA MASSE DES TITRES ..	20
I. Absence de confusion	20
II. Simple droit contractuel (<i>mere contractual right</i>)	20
III. Droit de copropriété	20
A. Copropriété d'ensembles de titres	21
B. Copropriété d'ensembles notionnels de titres	22
1. Belgique – Arrêté royal n° 62	22

2. Luxembourg – Règlements grand-ducaux	22
IV. Structure juridique n'impliquant pas de copropriété.....	23
A. France.....	23
B. Italie et Brésil.....	23
C. États-Unis : Version de 1994 de l'U.C.C. instaurant le concept de « droit sur titres »	24
SECTION 3 — LA CONVENTION PROPOSEE NE VISE PAS A MODIFIER LES REGLES DE DROIT MATERIEL	25
PARTIE III : ANALYSE DES REGLES DE CONFLIT DE LOIS	27
INTRODUCTION.....	27
SECTION 1 — L'« APPROCHE DE LA TRANSPARENCE »	28
SECTION 2 — CREANCES PERSONNELLES OU CONTRACTUELLES.....	30
SECTION 3 — LE « LIEU DE LA SITUATION DE L'INTERMEDIAIRE DIRECT (CONCERNE) » (PRIMA)	30
I. Généralités	30
II. L'application de PRIMA et comment identifier l'intermédiaire concerné – une analyse effectuée sur la base de quatre cas de figure.....	31
A. Cas de figure 1 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant aussi bien que le créancier bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais du même intermédiaire.....	32
B. Cas de figure 2 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par de le biais d'intermédiaires différents.....	33
C. 3 ^{ème} cas de figure – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un transfert en pleine propriété et le constituant et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents	35
D. 4 ^{ème} cas de figure – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté détient ses droits par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté agissant en tant qu'intermédiaire.....	38
III. Où est situé l'intermédiaire concerné ?	40
IV. La règle de PRIMA s'applique-t-elle à toutes les catégories de parties ?	41
V. La règle de PRIMA renvoie-t-elle aux règles de droit matériel d'un État ou à ses règles de droit international privé (<i>renvoi</i>) ?	41
VI. Résumé.....	42
VII. Autres questions à examiner lors de la réunion des experts.....	43
A. Définition des Titres	43
B. Définition d'intermédiaire.....	45
C. La règle de conflit de lois inscrite dans la Convention proposée devrait-elle être d'application générale ?	45
D. La Convention proposée (PRIMA) peut-elle aussi s'appliquer également aux comptes non-fongibles (transparents) et aux simples droits contractuels ?.....	46
E. Lois d'application immédiate.....	47
SECTION 4 — ETUDE D'ENSEMBLE DES PAYS AYANT ADOPTE OU ENVISAGEANT D'ADOPTER PRIMA.....	48
A. Développements législatifs ayant déjà conduit à l'adoption de PRIMA	48
1. Au niveau régional : la Directive européenne concernant le caractère Définitif du Règlement	48
2. Au niveau national (Belgique, Luxembourg, France, États-Unis).....	50

B. Réformes législatives actuelles visant à d'adopter PRIMA	52
1. Au niveau régional : le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation transfrontalière des sûretés.....	52
2. Au niveau national	53
SECTION 5 — UNE DIGRESSION : LE SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE ET LA NOTION DE <i>TRUST</i> (OU DE FIDUCIE).....	54
SECTION 6 — LE PROBLEME DU CONFLIT DE LOIS EN L'ABSENCE DE TOUTE REGLE PRECISE DESTINEE A S'APPLIQUER AU SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE : L'EXEMPLE DE LA SUISSE.....	55
I. Les titres dématérialisés et les titres représentés par un certificat en droit suisse.....	56
II. Les questions relatives aux conflits de lois.....	56
A. Les titres représentés par un certificat	57
1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété.....	57
2. La mise en gage	58
B. Les titres dématérialisés	58
1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété.....	58
2. La mise en gage	59
III. Conclusion	60
CONCLUSION	61
Annexe A	I
Annexe B	I

INTRODUCTION *

I. Historique du projet

La *Commission spéciale sur les affaires générales et la politique de la Conférence de La Haye sur le droit international privé*, qui s'est réunie du 8 au 12 mai 2000 à La Haye, au Palais de la Paix, a recommandé, entre autres, que le sujet suivant soit inscrit, en priorité, à l'ordre du jour des travaux futurs de la Conférence :

« Les conflits de lois en matière de sûretés sur des titres détenus par des intermédiaires, étant entendu que, sans attendre la Conférence diplomatique, un groupe de travail ouvert à tous les Etats membres et aux experts et associations spécialisées dans ce domaine, puisse être réuni afin d'examiner, en coopération avec d'autres organisations internationales, telles que la CNUDCI et Unidroit, et le secteur privé, la faisabilité d'établir un nouvel instrument de la matière. »¹

Les experts ont souligné durant leurs discussions que les travaux portant sur ce sujet pourraient, mais également devraient être menés avec diligence en raison des besoins immédiats de sécurité juridique en la matière. La Commission spéciale a estimé que ce sujet était important et d'actualité et devait être abordé sans délai.² Dans ce contexte, le Secrétaire général de la Conférence de La Haye a convoqué une réunion d'un *Groupe d'Experts* qui se tiendra du 15 au 19 janvier 2001 et dont la tâche sera d'examiner la possibilité de préparer et d'adopter, dans le cadre d'une procédure « accélérée », un nouvel instrument sur ce sujet,³ si possible avant la fin de 2001.

Le présent Rapport vise à identifier et à mettre en lumière les questions les plus importantes relatives à ce sujet puis à examiner les solutions possibles dans le but de

* Étant donné le caractère très technique du sujet, le Bureau Permanent a demandé à des conseils externes de l'assister dans la rédaction de ce Rapport. Le Bureau Permanent est particulièrement reconnaissant envers Monsieur RICHARD POTOK (de Potok & Co), qui a agi en qualité d'Expert Juridique auprès du Bureau Permanent, et Monsieur GUY MORTON (de Freshfields Bruckhaus Deringer) pour leurs précieux conseils et leur soutien. Nous souhaiterions également exprimer notre reconnaissance pour les commentaires avisés formulés par un groupe d'autres experts lors de la rédaction des précédentes versions de ce Rapport et dont les noms figurent à l'annexe A de ce Rapport. Nous tenons aussi à remercier Monsieur Potok de nous avoir permis de reproduire ici des tableaux et des exemples factuels utilisés du présent Rapport et qui feront partie d'un ouvrage intitulé *Cross-border Collateral: Legal Risk and Conflict of Laws*, dont Monsieur Potok assure la direction et qui devrait être publié par Butterworths durant la première moitié de l'année 2001. En outre, nous voudrions mentionner l'aide d'ALEXANDRA SCHLUEP, assistante de recherche au Bureau Permanent, et de CHRISTIAN REBER, candidat au doctorat à l'Université de Zurich et avocat à New York, plus particulièrement pour leur aide dans la rédaction des commentaires sur le droit suisse (voir *infra*, p. 55 et s.). Le Bureau Permanent souhaite également remercier le cabinet de Pardieu Brocas Maffei & Leygonie d'avoir fourni la traduction française du présent Rapport rédigé initialement en anglais.

¹ Voir les *Conclusions de la Commission Spéciale de mai 2000 sur les affaires générales et la politique de la Conférence* – document préparé par le Bureau Permanent, document préliminaire n° 10, juin 2000, à l'intention de la 19^e session, p. 25-26 et 27 ; ces conclusions figurent sur le site Internet de la Conférence de La Haye (<http://www.hcch.net>) sous la rubrique *Travaux en cours*. Voir également l'Annexe VI des Conclusions : elle contient le Document de Travail n° 1 qui présente la proposition conjointe des Experts de l'Australie, du Royaume-Uni et des États-Unis afin que la Conférence de La Haye rédige une « Convention multilatérale succincte clarifiant les règles de droit applicables aux titres détenus par des intermédiaires » (p. 1 de l'Annexe VI).

² La Commission Spéciale a reconnu qu'il existe une réelle possibilité de travailler dans des délais accélérés dans ce domaine dans la mesure où les études préliminaires ont déjà été réalisées et que des experts qui ont déjà travaillé dans ce domaine seront prêts à collaborer avec la Conférence de La Haye à l'élaboration de ce projet. Voir *Conclusions de la Commission Spéciale de mai 2000, op. cit.* (note 1), p. 26.

³ La Commission Spéciale n'a pas formellement discuté, en mai 2000, de la forme que prendrait l'instrument (notamment, une convention ou une loi uniforme). Par conséquent, elle emploie dans ses conclusions l'expression « *instrument* », qui est à la fois générale et neutre. Le terme « *convention* », utilisé dans le présent Rapport, pour faire suite au Document de Travail initial présentant ce sujet à la Commission Spéciale en mai 2000 (voir *supra*, note 1), ne présume aucunement de la forme finale de cet instrument.

servir de document de travail de base pour la réunion du Groupe d'Experts de janvier 2001.

II. Champ d'application de la Convention proposée

A. Question principale : l'actualisation du droit pour tenir compte de la réalité du marché

Traditionnellement, les titres étaient détenus, négociés et livrés dans le cadre d'un « système de détention directe », dans lequel les propriétaires des titres étaient en relation directe avec l'émetteur : les investisseurs étaient soit inscrits dans les registres de la société émettrice, soit ils étaient détenteurs de certificats matérialisant les titres au porteur.⁴ Dans ce système traditionnel de détention directe, les cessions de titres devaient s'effectuer par la livraison matérielle des titres papiers et des instruments de cession, ce qui rendait ces opérations laborieuses, coûteuses en temps et en moyens. Ces opérations présentaient aussi des risques élevés, parce que les titres ainsi matérialisés devaient être transportés et, en conséquence, pouvaient être perdus, égarés, volés ou falsifiés. Les coûts de protection des titres contre ces risques et les coûts de leur transport sur de longues distances rendirent onéreuse la cession de titres dans un système de détention directe. En outre, pendant le transport de l'ancien au nouveau propriétaire, les titres ne pouvaient ni être utilisés ni être investis. Il en résultait un risque de liquidité de titres (« *pipeline liquidity (or illiquidity) risk* » en anglais).⁵

De tels inconvénients ont mené à l'évolution d'un système dans lequel, pour la grande majorité des titres, l'investisseur n'a plus de lien direct avec l'émetteur. Au contraire, le droit que détient l'investisseur sur les titres est inscrit dans les livres d'un intermédiaire 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 comme propriétaire des titres dans les livres de l'émetteur ou de son teneur de comptes ou (ii) jusqu'à ce que cet intermédiaire détienne les certificats (certificates) ou tout autre document représentant les titres.⁶ Par conséquent, ce « système de détention indirecte » instaure un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur; les droits se rapportant aux titres font l'objet d'inscriptions en compte aux différents niveaux de cette chaîne. Les cessions de ces

⁴ Dans beaucoup de cas, les titres nominatifs sont émis avec un certificat qui peut, soit constituer simplement la preuve du droit de propriété, soit constituer un instrument dont la remise confère des droits de propriété sur les titres.

⁵ Voir ROY GOODE, *The Nature and Transfer of Rights in Dematerialised and Immobilised Securities*, dans Fidelis Oditah (éd.), *The Future for the Global Securities Market: Legal and Regulatory Aspects*, Oxford 1996, p. 108-109 ; RANDALL D. GUYNN, *Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws*, A Discussion Paper on the Need for International Harmonization, Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, 1996, p. 16 ; autres références données dans ce document (ce document est disponible en format pdf sur le site Internet suivant <http://www.dpw.com/iba/modernization.pdf>). Pour une analyse détaillée de l'évolution du système de détention indirecte aux Etats Unis en particulier, voir KENNETH KETTERING, *Repledge Deconstructed*, U. Pitt, L. Rev. 1999 (vol. 61), p. 45 et s. ; STEVEN L. SCHWARCZ, *Intermediary Risk in a Global Economy*, 50 Duke L. J., avril 2001 (à venir).

⁶ Le présent Rapport utilise le terme général « intermédiaire » qui inclut tous les différents types d'institutions financières par l'intermédiaire desquelles les droits des investisseurs sont détenus, telles que les entreprises d'investissement, les sociétés de prête nom (*nominee companies*), les banques et autres conservateurs, systèmes de règlement-livraison et dépositaires. Par souci de clarté, l'intermédiaire dans les livres duquel le droit de l'investisseur est enregistré, est souvent désigné comme l'« intermédiaire direct ». Les termes « conservateur », « sous-conservateur » et « dépositaire » sont utilisés dans la pratique des marchés dans divers contextes et il est fréquent que ces notions se recouvrent entre elles de façon importante. Ce Rapport s'efforce de suivre la terminologie utilisée en pratique, mais l'utilisation de termes particuliers n'est pas censée impliquer des distinctions juridiques significatives quant aux fonctions qu'exercent les institutions concernées dans les différents systèmes de détention décrits dans ce Rapport. Pour les besoins de l'analyse des conflits de lois dans ce Rapport, ces différents termes sont largement interchangeables.

droits s'effectuent souvent par simple inscription en compte sans qu'il y ait livraison des titres, qu'elle soit virtuelle ou effective.⁷

Dans la plupart des pays, ni les règles de droit matériel régissant les opérations sur titres, ni les règles déterminant la loi applicable à ces opérations n'ont été actualisées pour tenir compte de cette nouvelle réalité du marché. En d'autres termes, dans la plupart des pays, le régime juridique actuel qui est censé s'appliquer au système moderne de détention indirecte de titres, remonte plus ou moins au temps où les titres étaient encore détenus par les investisseurs sous une forme matérielle. Toutefois, l'utilisation des concepts de détention (physique) et de livraison ne s'intègre pas de façon satisfaisante dans le contexte d'un système de détention indirecte dans la mesure où il ne peut y avoir de véritable détention ou de livraison physique des droits de propriété incorporels (intangible property) dans un tel système.⁸

La règle traditionnelle de conflit de lois permettant de déterminer l'opposabilité d'un transfert en pleine propriété à titre de garantie ou d'un nantissement de titres⁹ effectué dans le cadre d'un système de détention directe est celle de la *lex rei sitae* (aussi désignée sous le nom de *lex cartae sitae* ou de *lex situs*).¹⁰ Selon cette règle, la validité du transfert est déterminée par la loi du lieu où se situe le titre. Dans le cas de titres au porteur,¹¹ c'est le droit du pays où, au moment du transfert, le bénéficiaire de la sûreté (collateral taker) est mis en possession de titres matériels ou exerce la possession. Dans le cas de titres nominatifs (registered securities),¹² la *lex rei sitae* désigne soit la loi du pays de l'émetteur, soit la loi du pays où sont situés les registres de titres de l'émetteur ou de son teneur de compte, au moment du transfert.¹³ Mais comment la *lex rei sitae* s'applique-t-elle à un système dans lequel les titres sont détenus par le truchement de plusieurs niveaux d'intermédiaires domiciliés dans différents pays ? Existe-t-il, dans de telles circonstances,

⁷ La structure et la nature précise de ce système de détention indirecte seront décrites en détails, voir *infra*, p. 12 et s. Pour une présentation très instructive des faits nouveaux d'ordre commercial et juridique sur les aspects monétaires et les aspects se rapportant aux titres, voir GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 16-21 et 21-25. Voir également GOODE, *op. cit.* (note 5), p. 112-115, qui analyse un certain nombre de problèmes clés liés aux systèmes de détention indirecte.

⁸ Voir par exemple le rapport du Comité de Production de la CONFERENCE POUR L'HARMONISATION DES LOIS AU CANADA (CHLC), *Système de Détention à plusieurs Niveaux – Projet de Législation Uniforme*, 30 avril 1997, rédigé par ERIC SPINK (rapporteur), mis à jour en 1999 et en 2000. Le rapport et ses mises à jour sont disponibles sur le site Internet de la CHLC (<http://www.law.ualberta.ca/alri/ulc/current/etiered.htm#c>).

⁹ Ces termes sont décrits ci-après, p. 6.

¹⁰ Voir par exemple DICEY & MORRIS, *The Conflict of Laws*, 13^e éd., Londres 2000, p. 915-937; H. BATIFFOL / P. LAGARDE, *Traité de droit international privé*, Paris 1983, vol. II, p. 163-173; B. AUDIT, *Droit international privé*, 3^e édition, Paris 2000, p. 630-658; H. de VAUPLANE, *De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ? ; Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil National du Crédit 1997 ; le principe de la *lex rei sitae*, en ce qui concerne les sûretés, est inscrit dans l'al. 2 de l'art. 3 du Code Civil français qui dispose que la loi française régit le régime juridique des biens immeubles situés en France même lorsque le titre de propriété est détenu par une personne étrangère ; ce principe a été étendu par la Cour de cassation aux biens meubles (Cour de cassation, Req. 19 mars 1872, *Craven*, D.P. 74. I. p. 465, S. 72. I. p. 238; voir aussi Cour de cassation, Req. 24 mai, 1933, S. 1935. I. p. 253, note BATIFFOL, RCDIP 1934, p. 142, note J.P.N); depuis lors, ce principe a été confirmé par la Cour de cassation à plusieurs occasions (Cour de cassation, 1^{ère} civ., 8 juillet 1969, société DIAC, Clunet, 1970, p. 16, note DERRUPPE ; Cour de cassation 1^{ère} civ., 3 mai 1973, Clunet 1975, p. 74, note FOUCHARD) ; K. FIRSCHING / B. VON HOFFMANN, *Internationales Privatrecht*, 4^e éd., Munich 1995, p. 422-432; B. DUTOIT, *Commentaire de la loi fédérale du 18 décembre 1987*, 2^e éd., Bâle et Francfort 1997, *ad art.* 100. Autres références : GUYNN, *op. cit.* (note 5), à la note 41. Voir également THILO ROTT, *Vereinlichung des Rechts der Mobiliarsicherheiten*, Tübingen 2000, p. 3-5, qui donne de nombreuses références en droit comparé.

¹¹ Voir *infra*, p. 8 pour la terminologie utilisée ici.

¹² *Ibid.*

¹³ R.D. GUYNN / N.J. MARCHAND, *Transfer of Pledge of Securities held through Depositories*, dans Hans van Houtte (éd.), *The Law of Cross-Border Securities Transactions*, Londres 1999, p. 49 et 55. Il existe une troisième possibilité selon laquelle lorsque le certificat émis se rapportant aux titres nominatifs est considéré comme représentant le titre (par exemple, comme étant un instrument négociable) la *lex rei sitae* sera la loi du pays où le bénéficiaire de la sûreté entre en possession du certificat au moment du transfert.

un facteur de rattachement plus approprié ? Tel est l'objet de le présent Rapport qui vise à examiner précisément ces questions.

B. L'application de la Convention proposée est limitée aux aspects relatifs au droit patrimonial

Il convient de noter qu'une opération de constitution de sûreté ou un transfert en pleine propriété d'un bien, comportent toujours deux éléments : en premier lieu, un élément *contractuel*, décrivant les obligations réciproques des parties à l'opération, et en deuxième lieu, un élément relatif au *droit patrimonial (in rem)*, qui traite du transfert des droits sur le bien.

La règle débattue dans le présent Rapport concerne l'identification du droit applicable pour régir les aspects relatifs au *droit patrimonial* dans le contexte d'actes de disposition de titres et notamment :

- (i) la création, l'opposabilité et la mise en jeu des nantissements¹⁴ sur de tels droits ;¹⁵
- (ii) le caractère définitif d'un transfert en pleine propriété ou d'une vente directe de ces droits ; et
- (iii) les questions d'ordre de priorité entre des dispositions opposées.

En d'autres termes, la Convention proposée ne traitera que de l'aspect relatif au *droit patrimonial* d'une opération de constitution de sûreté ou de cession de ces titres. Les aspects contractuels d'un accord en vertu duquel une telle mise à disposition est réalisée, sont couverts par des règles de conflit de lois distinctes. Ces règles de conflit de lois sont en général simples et permettent aux parties de choisir le droit applicable. Il semble que dans le contexte d'opérations relatives à des titres détenus indirectement, ces règles ne posent pas de problèmes spécifiques nécessitant d'être abordés expressément dans la Convention proposée.¹⁶

C. Aspects non couverts

En premier lieu, il convient de souligner que la Convention proposée se limitera aux *questions relatives aux conflits de lois*. C'est pourquoi un certain nombre de problèmes ne seront pas abordés par la Convention proposée.

¹⁴ Voir p. 6 ci-dessous sur le sens qui est donné, dans le présent Rapport, au terme « nantissement ».

¹⁵ Un autre aspect des nantissements qui peut être considéré comme soulevant des questions relatives au droit patrimonial, concerne la validité d'une stipulation aux termes de laquelle le bénéficiaire de la sûreté a le droit d'utiliser les titres nantis pour son propre compte, ainsi que le droit de les céder à un tiers. Ce droit est parfois désigné sous le terme de droit de « ré-hypothéquer » bien qu'il s'étende, en règle générale, à tout type de mise à disposition et pas seulement aux mises à disposition sous forme de nantissement. La question de savoir si un tel droit peut être valablement créé relève à la fois de la loi régissant le contrat concerné et de la loi régissant les questions de transfert de propriété au titre de ces opérations. C'est la raison pour laquelle cette matière fait partie des sujets qui devront être abordés par la Convention proposée. Dans un tel contexte, il convient de noter que l'art. 6 du projet de Directive européenne relative aux sûretés (*collateral*) (voir *infra*, les références à la note 31 *in fine*, ainsi que le texte p. 48) impose aux Etats Membres que ceux-ci s'assurent qu'un tel droit est valable dans leurs règles de droit matériel.

¹⁶ En ce qui concerne la distinction entre l'élément contractuel et l'élément relatif au droit patrimonial, il est possible d'établir une analogie avec la *Convention de La Haye de 1958 sur la loi applicable au transfert de propriété en cas de vente à caractère international d'objets mobiliers corporels*, qui a été négociée à titre d'instrument distinct de la *Convention de La Haye de 1955 sur la loi applicable aux ventes à caractère international d'objets mobiliers corporels* (textes disponibles sur le site Internet de la Conférence de La Haye, en français seulement).

1. Nature du droit de l'investisseur et modalités de transfert de ces droits

La Convention proposée n'imposera pas de modifications des règles de droit matériel d'un Etat concernant la nature du droit d'un investisseur sur les titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte. En conséquence, on peut considérer que les droits qu'un investisseur détient sur des titres en vertu de la loi qui lui est applicable, avant qu'il ne les cède à titre de garantie ou ne les transfère à un acquéreur (qu'il s'agisse d'un droit de propriété ou d'un droit contractuel,¹⁷ ou que ce droit constitue le reflet d'une nouvelle structure juridique n'impliquant pas un droit de copropriété¹⁸ ou qu'il s'agisse d'un droit fiduciaire au titre d'un trust¹⁹), ne seront pas touchés par le régime proposé. La Convention proposée n'imposera aucune obligation quant à la façon dont ces droits peuvent être remis à titre de garantie ou cédés.

2. Saisie au niveau supérieur

La Convention proposée n'abordera pas non plus la question de droit matériel sur la saisie au niveau supérieur (« *upper-tier attachment* ») – c'est-à-dire le problème qui se pose lorsqu'une personne détenant un droit à un niveau inférieur de la chaîne de détention (par exemple, une personne qui revendique avoir acquis des droits d'un autre investisseur), cherche à saisir ou revendique un droit sur des titres détenus à un niveau supérieur où il n'y a aucune inscription de son droit.²⁰

3. La création et l'émission des titres

Ensuite, la Convention proposée ne vise pas non plus à modifier les règles régissant la création et l'émission des titres sous-jacents ni les droits et obligations de l'émetteur envers les détenteurs directs de ces titres ou envers des tiers.

4. Droit de la faillite

En outre, et c'est là sans doute l'aspect le plus important, la Convention proposée n'aura aucune incidence sur le régime juridique, en matière de *lois sur la faillite* en vigueur dans un Etat. Par conséquent, les effets de la faillite de l'une des parties à une vente ou à une opération de constitution de sûreté,²¹ qu'il s'agisse du constituant de la sûreté/cédant, du bénéficiaire de la garantie/cessionnaire ou de l'intermédiaire, ne seront pas affectés par la Convention proposée. Ces questions continueront d'être soumises au régime juridique (national, régional ou international) en vigueur dans chaque Etat.

5. Autres formes de droit de propriété détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte

Finalement, on pourrait soutenir que les problèmes soulevés par les systèmes de détention indirecte se posent aussi lorsque d'autres biens corporels (tels que des marchandises/matières premières (*commodities*)) sont détenus de façon similaire.

¹⁷ Pour une présentation et discussion de ces droits, voir *infra*, p. 19 et s.

¹⁸ *Infra*, p. 23 et s.

¹⁹ *Infra*, p. 54.

²⁰ Voir *Infra*, note 113 et le texte y afférent.

²¹ Pour une description de ces termes, voir *infra*, p. 6.

Toutefois, il ne semble pas que le champ d'application de la Convention proposée ait vocation à s'étendre au-delà du domaine du titre.

En résumé, la Convention proposée devrait permettre aux intervenants sur les marchés financiers de déterminer facilement et sans équivoque quelle loi régit les aspects relatifs au droit patrimonial (proprietary aspects) des actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. La Convention proposée a donc pour but d'établir une sécurité juridique et une prévisibilité sur un aspect limité mais déterminant de ces actes de disposition.

III. Terminologie

L'analyse des questions soulevées dans ce Rapport, nécessite de fréquents renvois à des termes techniques qui n'ont pas toujours le même sens dans tous les pays ou qui peuvent renvoyer à des concepts n'ayant pas d'équivalent précis dans certains de ces pays. Afin d'éviter toute confusion, il est indispensable de décrire brièvement le sens donné aux principaux termes employés dans ce Rapport.

A. « Nantissement » et « security interest »

Dans le présent Rapport, le terme « nantissement » est utilisé comme un terme générique et désigne à la fois les sûretés *avec dépossession* et les sûretés *sans dépossession*, comme les hypothèques tant immobilières que mobilières.²² Les termes génériques « *security interest* »²³ ont été écartés parce que dans la terminologie anglaise, ils prêtent inévitablement à confusion avec l'expression « *interest in securities* » (qui signifie « un droit sur des titres »).²⁴ Dans le cadre d'un nantissement (*pledge*), le constituant de la sûreté reste propriétaire des titres nantis.²⁵

B. « Sûreté », « opération de constitution de sûreté », « transfert en pleine propriété » et « vente »

Dans l'économie actuelle, il existe de nombreuses manières de lever des fonds et de se couvrir contre le risque de crédit. Ainsi, la technique du nantissement ne constitue pas la seule forme de garantie : certaines formes de garantie ont recours à la technique du *transfert en pleine propriété à titre de garantie* (ci-après désigné « transfert en pleine propriété ») en vertu de laquelle la pleine propriété du bien donné en garantie est transférée au bénéficiaire de la sûreté qui reste néanmoins soumis à l'obligation contractuelle de restituer des titres équivalents. Les « opérations de pension »,²⁶ les

²² GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 13, utilise le terme « *pledge* » en anglais dans le même sens général.

²³ L'expression « *security interest* » est employée en anglais dans le UNIFORM COMMERCIAL CODE (U.C.C.) des États-Unis; voir l'art. 1-201(37), où le « *security interest* » est défini comme un droit sur un bien meuble ou immeuble qui garantit une dette ou l'exécution d'une obligation, et l'art. 9, où sont énoncées les règles qui régissent les « *security interest* » sur des titres (*investment securities*).

²⁴ Nous sommes parfaitement conscients que le « nantissement » visait à l'origine seulement les droits constitués avec *dépossession* portant sur des biens corporels. À cause de la confusion qui peut entourer le terme « *security interest* » dans un contexte international et multilingue, nous avons préféré parler de « nantissement » et élargir délibérément son sens traditionnel pour qu'il couvre aussi les droits nés *sans dépossession*.

²⁵ Lorsqu'un nantissement inclut le droit pour le bénéficiaire du nantissement d'utiliser les titres nantis pour son propre compte (voir *supra*, note 15), l'exercice de ce droit entraînera inévitablement le transfert en pleine propriété des titres à un tiers et le constituant du gage n'aura alors que le droit de revendiquer auprès du bénéficiaire du gage que lui soient restitués des titres équivalents.

²⁶ Une « opération de pension » (*repurchase agreement*) aussi désignée sous le nom de « *repo* », « *RP* » ou « *buyback agreement* » (en anglais) est un contrat aux termes duquel une partie vend des titres et s'engage à racheter des titres

« opérations d'achat revente », ²⁷ les « prêts de titres » ²⁸ et les contrats d'échange qui utilisent la technique du transfert en pleine propriété peuvent être cités comme exemples. ²⁹ De telles opérations peuvent sans aucun doute être utilisées pour jouer un rôle de garantie et peuvent être alors considérées comme constituant une sûreté même si, techniquement, elles ne constituent pas un nantissement portant sur l'assiette de la sûreté constituée (*pledge over the collateral*), mais un véritable droit de propriété sur le bien. ³⁰ Ainsi, l'expression « opération de constitution de sûreté » doit être comprise dans un sens large, de manière à englober toute opération visant à garantir une dette, qu'il y ait

équivalents à une date précise et à un prix déterminé. Une pension peut se dénouer à différents moments : le jour même (*intra-day*), à un jour (*overnight*), la durée peut être indéterminée (*open*) ou à terme (*term*). Dans le premier cas, l'opération vient à échéance au plus tard le jour où elle a été conclue. Une pension à un jour vient à échéance le jour suivant la date initiale de sa conclusion. Une opération de pension à durée indéterminée a une date d'échéance indéterminée ; l'une ou l'autre partie peut donc résilier l'opération à première demande. Une pension à terme vient à échéance à une date déterminée supérieure à un jour. Enfin, une pension dite « inverse » (*reverse repo*) est une pension envisagée du point de vue de l'acheteur. Voir l'ouvrage de la BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (BRI), *Cross-Border Securities Settlements, Report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the central banks of the Group of Ten countries*, Bâle, mars 1995, glossaire, p. 40 et p. 41-42 (d'autres distinctions sont établies en fonction des accords de conservation (*arrangements for custody*) des titres mis en pension: pension livrée (*delivery repo*), pension tripartite (*tri-party repo*) et pension détenue par un conservateur (*hold-in-custody repo*), voir également GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 54, aux notes 12 et 13 ; DE VAUPLANE / BORNET, *Droit des marchés financiers*, Paris 1998, n° 847, p. 730. Les opérations de pension présentent l'avantage d'éliminer les difficultés découlant des règles d'opposabilité applicables aux nantissements et des restrictions relatives à la réutilisation par le créancier gagiste des titres objet du nantissement. Les parties à ce type d'opération emportant transfert en pleine propriété s'exposent toutefois au risque que la pension livrée soit requalifiée en un nantissement par un tribunal, de sorte que si les exigences concernant l'opposabilité du nantissement n'ont pas été respectées, tout l'accord de sûreté pourra être frappé de nullité. Étant donné que la Convention proposée n'est pas destinée à modifier les règles de droit matériel nationales en vigueur, elle n'offre aucune protection contre ce risque de requalification. Sur le risque de requalification, voir JOANNA BENJAMIN, *Recharacterisation Risk and Conflict of Laws*, Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, septembre 1998, p. 29-37, et RICHARD FENTIMAN, *Cross-Border Securities Collateral: Redefining Recharacterisation Risk*, *ibid.*, p. 38-46.

²⁷ Une opération « d'achat-revente » constitue un accord aux termes duquel les parties conviennent simultanément de conclure deux opérations séparées visant le même titre : la vente du titre prévoit un règlement normal ou le jour même, et le vendeur s'engage à racheter le titre à terme à une date précise et à un prix déterminé. Ce type d'opération peut viser le même but qu'une opération de pension, mais elle peut également être utilisée lorsque la conclusion d'une pension fait l'objet de restrictions. En outre, les parties peuvent choisir de documenter les opérations d'achat/revente par une convention cadre dans la mesure où les parties souhaitent préserver l'indépendance des deux volets de l'opération. Voir BRI, *op. cit.* (note 26), p. 41; voir également GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 54, à la note 14.

²⁸ Un prêt de titres est une opération aux termes de laquelle des titres sont prêtés à une partie, en contrepartie de la remise d'espèces ou d'une autre sûreté, BRI, *op. cit.* (note 26), p. 40 et 41; voir également GUYNN/MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 54, à la note 16. Le transfert des titres empruntés, et dans beaucoup de cas le transfert de titre remis à titre de garantie, sont effectués en pleine propriété, l'emprunteur des titres ayant l'obligation de restituer des titres équivalents à l'échéance du prêt. Un prêt de titres offre beaucoup de similarités avec une opération de pension, surtout lorsque sa conclusion est accompagnée de la constitution d'un gage-espèces. La différence principale réside dans le fait que dans un prêt de titres, le transfert des titres empruntés ne constitue pas une vente - le transfert des titres empruntés est effectué en contrepartie de l'engagement de restituer des titres équivalents et en général, de payer une commission d'emprunt en rémunération de l'avantage lié à l'utilisation des titres empruntés. La constitution d'un gage-espèces a une fonction de sûreté. Elle ne constitue pas la cause directe du transfert des titres.

²⁹ L'International Swaps and Derivatives Association's (ISDA) credit support Annex de 1995 (Transfer Version) utilise un tel mécanisme de transfert en pleine propriété. Pour plus d'informations, voir the *Guidelines for collateral practitioners*, publié sur le site Internet de l'ISDA (<http://www.isda.org/press/pdf/colguide.pdf>), voir aussi KENNETH KETTERING, *op. cit.* (note 5) p. 45 et s., et KOLIFRATH, *L'annexe AFB remise en garantie : RD. Bancaire et Bourse*, n° 62, 1997, p. 142.

³⁰ Voir à ce titre le Mémoire Explicatif de la loi belge du 2 janvier 1991 sur les instruments de dette publique cotés qui distingue la finalité économique d'une opération de pension et sa classification juridique - certains pays tels que l'Italie ont un type de nantissement irrégulier ("*irregular pledge*") qui confère au créancier nanti des droits substantiellement équivalents à ceux d'un transfert en pleine propriété. Ce type de nantissement devrait être considéré pour les besoins de ce Rapport, comme emportant transfert de propriété par opposé à la catégorie du nantissement. La loi mexicaine reconnaît également les nantissements irréguliers sur des titres fongibles, dont l'effet est de transférer la propriété du bien nanti au bénéficiaire de la sûreté. Certaines autres pays, tels que Brésil, ne reconnaissent pas le transfert en pleine propriété comme un moyen d'effectuer une opération de constitution de sûreté qui soit valable.

création ou non d'un nantissement sur le bien donné en garantie.³¹ De la même façon, le terme « sûreté » doit être entendu comme désignant tout bien qui fait l'objet d'une opération de constitution de sûreté.³²

Le présent Rapport porte principalement sur les opérations de constitution de sûreté car, en pratique, se sont généralement ces opérations qui soulèvent les difficultés les plus importantes. Toutefois, rien ne semble justifier de distinguer à cette fin le transfert en pleine propriété effectué dans le cadre de ces opérations, du transfert de propriété qui s'opère ordinairement dans le cadre d'une vente. En conséquence, les règles de conflits de lois devraient être les mêmes pour tous les types de transferts de propriété.

C. Le caractère « opposable » et « définitif » d'un droit

En droit sur les opérations bénéficiant d'une sûreté, le terme d'« opposabilité » (*perfection*) fait référence aux conditions nécessaires pour qu'une sûreté puisse, dans les limites prévues par la loi, être opposable aux tiers.³³ Le terme « définitif » (*completed*) est utilisé dans un sens équivalent dans le cadre du transfert en pleine propriété, c'est-à-dire pour décrire le caractère parfait du transfert en pleine propriété au cessionnaire.

D. « Titres représentés par un certificat » (*certificated securities*) et « titres dématérialisés » (*uncertificated securities*); titres « au porteur » et titres « nominatifs »; titres « créés matériellement » (*physical securities*) et « titres dématérialisés » (*dematerialised securities*); « titres immobilisés » (*immobilised securities*)

Les titres peuvent être présentés ou classés selon divers critères qui peuvent être utiles dans différents contextes. Comme nous le verrons en détail ci-après, les incertitudes que la Convention proposée est censé supprimer s'appliquent sans tenir compte de la classification qui est adoptée. Ainsi, les classifications ne sont pas d'une importance

³¹ Voir GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 13 ; DE VAUPLANE / BORNET *op. cit.* (note 26), n°717, p. 607. Voir également ROY GOODE, *Security Entitlements as Collateral and the Conflict of Laws*, Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, septembre 1998, p. 24, à la note 13; RICHARD POTOK, *Rapporteur's Summary*, *ibid.*, p. 4, à la note 2; CHRISTIAN REBER, *The Indirect Holding System of Securities and Collateral Transactions: Conflict of Law Issues*, travail de recherche présenté au séminaire sur la réglementation des marchés financiers de l'Université de New York (printemps 2000), non publié, p. 8-9.

Certains facteurs déterminent le recours par les parties au nantissement ou au transfert en pleine propriété, par exemple la fiscalité, la comptabilité, l'infrastructure, etc. Il reste que la différence économique la plus importante entre ces deux formes de garanties réside dans le fait que le cédant, dans un transfert en pleine propriété, s'expose à un risque de crédit sur le bénéficiaire dans la mesure où la valeur de la garantie est supérieure à la valeur de l'obligation garantie, ce qui n'est pas le cas avec un simple nantissement, tant que la garantie n'a pas été utilisée par le créancier gagiste. Encore une fois, la Convention proposée ne changera en rien les règles de droit matériel sur ce sujet et ne nécessitera pas non plus leur modification. *Le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil de l'Europe sur l'utilisation transfrontalière de sûretés* (désigné sous le nom de « projet de Directive européenne relative aux Sûretés Transfrontalière ») va plus loin, même si sa portée territoriale est régionale et non pas mondiale, mais il touche aussi les règles de droit matériel, notamment en matière de faillite. Cette directive vise à harmoniser la législation des États membres de l'UE en vue de créer un régime minimal uniforme pour la remise de titres en garantie dans le cadre de nantissements ou de transferts en pleine propriété ; voir le document *Working document on Collateral from the Commission to relevant bodies for consultation, First preliminary draft proposal for a Directive*, Document numéro C4/PN D (2000), 15 juin 2000 ; sur la règle de conflits de lois figurant dans cette Directive, voir *infra*, p. 52.

³² Beaucoup d'opérations de constitution de sûreté comportent une disposition selon laquelle des remises en garantie supplémentaires ont lieu après la livraison initiale des titres pour tenir compte de la fluctuation de la valeur des titres remis en pension ; ces remises « complémentaires » sont désignées sous le nom de « clause d'arrosage » (*top-up collateral*) ou de « variation de marge » (*variation margin*). Même si une remise complémentaire peut poser des problèmes particuliers au regard du droit de la faillite, rien ne justifie qu'elle soit traitée différemment des autres types d'opérations de constitution de sûretés, dans le cadre de l'analyse des conflits de lois.

³³ Voir par exemple ROY GOODE, *Commercial Law in the Next Millennium*, Londres 1998, p. 58 et s.

fondamentale dans le contexte de ce Rapport et, sauf indication contraire, aucune distinction ne sera faite entre les différentes catégories de titres. Néanmoins, il peut être utile de rappeler brièvement les principaux termes qui sont le plus fréquemment utilisés.

Les titres sont *représentés par un certificat (certificated)* lorsque l'émetteur émet un ou plusieurs certificats (*certificates*) en rapport avec ces titres. Ce certificat peut être un titre de propriété, dans le sens où la possession ou la remise de ce certificat confère un droit de propriété sur les titres; alternativement, le certificat peut simplement apporter la preuve du titre de propriété lorsque ce certificat est accompagné d'autres documents qui sont requis pour transférer les droits patrimoniaux. Les certificats peuvent être émis soit au titre de détentions individuelles, soit sous la forme d'un ou plusieurs certificats « Jumbo » ou « global » créés pour l'émission dans son ensemble.³⁴ Les titres *dématérialisés* sont des titres pour lesquels aucun certificat n'est émis.³⁵

L'expression titres *au porteur* désigne en règle générale les titres qui sont représentés uniquement par un titre physique (*physical certificate*) ou par tout autre document, chacun d'entre eux conférant des droits au porteur relatifs aux titres qu'il représente, et pour lesquels l'émetteur ne conserve aucun registre ou inscription de l'identité des différents propriétaires (*individual owners*). Les titres *nominatifs* sont les titres pour lesquels un registre est tenu. Le registre peut ou peut ne pas constituer la preuve de la propriété des titres.³⁶

Un titre *dématérialisé (dematerialised security)*, dans le vrai sens du terme, est un titre dont l'émission et la détention sont seulement matérialisées par procédé informatique ou inscription électronique dans un système tenu par l'émetteur ou par un teneur de compte agissant pour le compte de l'émetteur.³⁷ L'expression titres *physiques (physical securities)* est généralement utilisée pour désigner des titres représentés par un certificat.

³⁴ Beaucoup de titres émis par des sociétés et des institutions gouvernementales sont représentés par un certificat. Toutefois, dans beaucoup de cas l'émetteur émettra un ou plusieurs certificats *global* ou *jumbo* représentant, si ce n'est la totalité, la quasi-totalité des actions émises et en circulation de la société ou des obligations de l'émission concernée : les certificats individuels ne seront pas remis ou, dans certains cas, seront uniquement remis à des investisseurs qui en ont fait la demande. Le certificat global ou jumbo est émis et détenu par l'organisme de compensation ou le dépositaire compétent, selon le cas, et les détentions sont représentées par des comptes détenus par l'organisme de compensation ou le dépositaire ; c'est pourquoi les titres sont *immobilisés* – voir ci-dessous. Pour une présentation d'une émission obligatoire globale, voir MOUY / DE VAUPLANE, *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, no° 565, décembre 1995, p. 56.

³⁵ Une émission de titres peut être complètement dématérialisée lorsque les détenteurs n'ont jamais le droit de demander que des certificats soient émis, ou elle peut être partiellement dématérialisée, lorsque les détenteurs qui souhaitent détenir des certificats doivent les demander.

³⁶ Par exemple, dans les pays où le droit de propriété sur un titre nominatif représenté par un support matériel (certificat) est transmis par la remise du certificat, la consultation du registre n'établira pas en elle-même le titre de propriété – en effet, dans certains cas, le registre peut ne pas refléter la véritable situation dans la mesure où la possession du certificat prime en matière de titre de propriété.

³⁷ Un bon exemple d'un titre dématérialisé est le bon du Trésor américain (*Treasury security*). Ces titres sont conservés dans un système d'inscription en compte mis en œuvre par le Federal Reserve System agissant pour le compte du Trésor américain (*United States Treasury*) et la propriété des titres est enregistrée dans les livres des Federal Reserve Banks. Seules les banques qui sont membres du Federal Reserve System et certaines autres parties détiennent des comptes auprès des Federal Reserve Banks. Ainsi, ces banques membres, en plus de la détention de leurs propres titres, agissent en outre en tant qu'intermédiaires pour leurs clients et d'autres institutions financières. Les Règlements concernés désignent les droits inscrits dans les livres de ces intermédiaires sous le nom de « droits sur titres » (*securities entitlements*) utilisant ainsi la terminologie de l'art. 8 de l'U.C.C. (voir *infra*, p. 24)

La France a introduit un régime de dématérialisation complète des titres. La France a toutefois maintenu la distinction entre les titres au porteur et les titres nominatifs. En ce qui concerne les titres au porteur, le transfert s'opère par le virement d'un compte ouvert dans les livres d'un intermédiaire financier habilité à un autre compte tenu par un intermédiaire financier habilité. En ce qui concerne les titres nominatifs, la cession doit être inscrite dans le registre de l'émetteur tenu par ses soins ou par un mandataire désigné par l'émetteur.

Il existe aussi certaines formes « hybrides » de titres, tel que le *German Federal Debt*, qui est émis sous une forme entièrement dématérialisée mais dans la mesure où les titres émis sont détenus par l'intermédiaire de Clearstream Banking Francfort, ces titres sont constatés (*evidenced*) par un certificat global détenu par Clearstream. Un autre

Les titres peuvent être *immobilisés* (*immobilised*) en vertu d'un accord selon lequel la totalité ou la quasi-totalité des titres émis sont détenus par un ou plusieurs dépositaires et les droits sur ou se rapportant auxdits titres sont représentés par des comptes tenus par le dépositaire.³⁸ Comme nous l'avons vu précédemment, cet accord est un élément caractéristique du système de détention indirecte.³⁹

Toutes ces catégories de titres peuvent être détenus soit directement soit par le biais de comptes ouverts auprès d'un ou plusieurs niveaux d'intermédiaires. Les différences entre les diverses catégories de titres ne sont pas importantes pour le fonctionnement pratique d'un système de détention indirecte, bien qu'elles puissent avoir une importance lorsqu'il s'agit de déterminer la nature juridique des droits que le propriétaire a sur les titres.⁴⁰

E. « Comptes fungibles » / « Comptes généraux » par opposition aux « comptes non-fungibles » / « comptes traçables »

Pour les besoins de le présent Rapport, une distinction essentielle doit être faite entre :

- (i) les systèmes de détention dans lesquels le droit d'un investisseur sur des titres est seulement inscrit dans les livres de l'intermédiaire direct qui tient le compte de l'investisseur, et
- (ii) les systèmes de détention dans lesquels le droit d'un investisseur sur des titres est non seulement inscrit dans les livres de son intermédiaire direct, mais est également inscrit séparément dans les livres dans lesquels les droits (y compris les droits d'autres investisseurs pour lesquels il agit en qualité d'intermédiaire) de cet intermédiaire sont inscrits.

Dans le premier système de détention, l'intermédiaire direct détiendra tous les droits détenus pour le compte des investisseurs dans un compte unique (souvent désigné sous le terme de compte général « *omnibus account* »), qui peut être désigné comme un compte de titres détenu pour le compte de la clientèle. Ce compte ne comportera aucune information sur l'identité ou les droits des clients individuels. Dans une telle structure, les comptes des investisseurs sont désignés dans ce Rapport sous le nom de comptes « fungibles »^{41, 42}.

exemple existe au Pérou où certains titres peuvent être détenus par des investisseurs sous une forme matérialisée, mais une fois qu'ils sont déposés auprès de Cavali, le dépositaire central de titres péruvien, ils sont dématérialisés. Pour une description de Clearstream et du fonctionnement des dépositaires centraux de titres, voir *infra*, note 45 et texte s'y rapportant.

³⁸ Les titres immobilisés peuvent être définis comme des titres qui sont seulement « inscrits en compte » (« *book-entry-only* » ou « BEO ») dans des circonstances où l'ensemble de l'émission est détenu sous la forme immobilisée. Par exemple, lorsqu'un certificat global représentant l'ensemble de l'émission est détenu par un dépositaire et qu'il n'y a aucune possibilité pour des détenteurs individuels (*individual holders*) d'obtenir des certificats définitifs et que les droits de ces détenteurs individuels ne peuvent être transférés que par inscription en compte auprès du dépositaire ou de tout autre intermédiaire.

³⁹ Voir *supra*, p. 2; pour plus de détail sur la structure et le fonctionnement des systèmes de détention indirecte en général, voir *infra*, p. 12 et s.

⁴⁰ Voir l'exemple de la Suisse, *infra*, p. 55 et s.

⁴¹ Il est vrai que la plupart des titres, même lorsqu'ils sont détenus directement, sont purement « fungibles » dans le sens où les titres d'une même émission ne peuvent pas, à moins qu'ils ne soient spécifiquement numérotés, être distingués les uns des autres et donc considérés comme équivalents. Toutefois, l'utilisation du terme « fungible » plus généralement en relation avec un compte, est utile pour souligner la caractéristique fondamentale de l'absence d'identification spécifique de l'investisseur individuel au niveau supérieur de la chaîne de titres.

⁴² Pour une description plus détaillée des comptes fungibles et non-fungibles, voir GOODE, *op. cit.* (footnote 5), p. 116-117.

Dans le second système, chaque intermédiaire constituant un maillon dans la chaîne entre les investisseurs et l'émetteur tiendra des comptes distincts ou des sous-comptes dans lesquels sont inscrits l'identité et les droits d'investisseurs spécifiques. Les comptes de ce type sont désignés dans ce Rapport sous le nom de comptes « non-fongibles » ou « traçables ».

IV. Structure du présent Rapport

Le présent Rapport se divise en trois parties. Dans la Partie I, nous expliquerons *la structure de base et le fonctionnement du système de détention indirecte* (qu'on appelle aussi « système de détention à plusieurs niveaux »). En effet, pour savoir quelle règle de conflit de lois s'applique aux opérations effectuées par l'intermédiaire d'un tel système, il est nécessaire d'en tracer d'abord les grandes lignes. Dans la Partie II, nous analyserons *comment la nature juridique du droit de l'investisseur sur des titres détenus dans un système de détention indirecte peut être caractérisée* (droits de propriété, créances contractuelles, droit portant sur le titre (*security entitlement*)). Bien que la Convention proposée *n'aura pas* d'incidence sur les différents types de droit retenus par les règles de droit matérielles nationales, cette question doit être examinée dans le contexte de l'analyse des règles de conflit de lois, car c'est seulement après avoir déterminé *quel* droit s'applique aux titres que nous pourrons alors savoir *où* ce droit se situe (*lex rei sitae*). *L'analyse des règles de conflit de lois* fera l'objet de la Partie III du présent Rapport.

PARTIE I :

LE SYSTEME DE DETENTION INDIRECTE (A PLUSIEURS NIVEAUX)

Section 1 — La structure du système de détention indirecte

Les systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres ont été développés au fil des ans pour satisfaire aux nouveaux besoins d'un marché en constante évolution. Le règlement au moyen de la livraison physique de supports matériels (certificats) à l'acheteur ou à son mandataire a bien fonctionné jusque dans les années 1960, lorsque la forte augmentation du volume des transactions a saturé le système : le volume colossal de titres papiers devant être déplacés d'un bout à l'autre du globe a commencé à poser des problèmes de logistique insurmontables, ce qui a finalement conduit à la célèbre « crise de l'engorgement du papier » (*paperwork crisis*) de Wall Street à la fin des années 1960.⁴³ Cette crise a été l'élément déclencheur d'un certain nombre d'innovations juridiques, réglementaires et pratiques relatives aux systèmes de compensation et de règlement-livraison. L'un des principaux objectifs visés lors de la réorganisation du système a été d'immobiliser les volumes considérables de titres papiers existants, voire même de les supprimer. Cet objectif a été atteint par la mise en place du système de détention indirecte ou système de détention à plusieurs niveaux.

Comme son nom l'indique, cette structure repose sur divers niveaux, chacun d'eux comprenant souvent un nombre croissant d'entités, ce qui confère à la structure un caractère *pyramidal*.⁴⁴ Le niveau supérieur est constitué des *dépositaires centraux de titres nationaux et internationaux* (les DCTs et DCTIs respectivement ; en anglais les CSDs et ICSDs), dans les livres desquels d'importants blocs de titres d'émetteurs différents sont immobilisés ou regroupés. La plupart (sinon la totalité) des titres émis par de nombreux Etats et par un grand nombre de grandes sociétés sont détenus par ces institutions.⁴⁵ Dans

⁴³ Se reporter aux références données par REBER, *op. cit.* (note 31), p. 9, note 23. Alors qu'en 1960 le volume moyen de négociation à la Bourse de New York était d'environ 3 millions d'actions par jour, en 1968 ce volume a été multiplié par quatre pour atteindre presque 13 millions d'actions par jour (Securities Industry Study, Report of the Subcommittee on Commerce and Finance of the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives, 1972, p. 1, 3). En comparaison, en 1999, le volume moyen de négociation quotidien était de plus de 809 millions d'actions par jour (<http://nyse.com/pdfs/activity99.pdf>).

⁴⁴ Se reporter par exemple à GOODE, *op. cit.* (note 31), p. 22; REBER, *op. cit.* (note 31), p. 9-10.

⁴⁵ Le plus ancien DCT est le *Wiener Giro- und Cassenverein*, fondé en Autriche en 1872, suivi plus tard par le *Kasserverein* allemand, qui fait aujourd'hui partie de Clearstream International. Le prédécesseur de la Sicovam, le DCT français actuel, trouve ses origines à la période de la seconde guerre mondiale. Les projets de la bourse de New York en vue de créer une entité similaire aux Etats-Unis avant la seconde guerre mondiale n'ont pas abouti; ce fut seulement après la crise de l'engorgement du papier que la *Depository Trust Company* de New York, (couramment désignée sous le nom de DTC) fut créée. En septembre 1999, la *Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)* fut créée en tant que nouvelle société holding ayant comme filiales le DTC et la *National Securities Clearing Corporation (NSCC)*. Aujourd'hui, la DTC est le plus important dépositaire central de titres. En 1999, la société détenait en conservation 2 millions d'actions et de titres de créance représentant plus de USD 23 trillions. Elle traite plus de 250 millions de confirmations d'opérations institutionnelles chaque année. En 1999, la DTC a effectué plus de 189 millions de livraisons par inscription en compte représentant une valeur de plus de USD 94 trillions. De plus en plus, la DTC traite tant des émissions non américaines que des émissions américaines, et tant les participants non-américains que les participants américains. NSCC traite en pratique toutes les opérations entre courtiers, les opérations sur actions et obligations des communes et des sociétés aux Etats Unis. Pour plus d'information, se reporter aux sites internet du DTCC (<http://www.dtcc.com>), DTC (<http://www.dtc.org>) et NSCC (<http://www.nsc.com>).

Les plus importants DCTIs sont Euroclear et Clearstream (anciennement Cedel). Créé en 1968 par la succursale de Bruxelles de Morgan Guaranty Trust Company of New York suite à la « crise de l'engorgement du papier », le *Système Euroclear* est devenu l'un des plus importants systèmes au monde de compensation et de règlement-livraison de titres négociés à l'échelle internationale. En 1999, le volume total des transactions effectuées dans son cadre a atteint EUR 43,6 trillions. Le Système Euroclear accepte plus de 130 000 titres, notamment des titres de créance négociés à l'échelle internationale, des titres convertibles, des bons de souscription et des actions. En 1972, Euroclear a

le cas d'émissions représentées par des supports matériels (certificats), ces supports matériels qui attestent ou représentent les titres, sont conservés dans le coffre-fort du DCT ou dans les coffres-forts du conservateur ou du sous-conservateur du DCT. Les titres nominatifs détenus par le DCT sont inscrits dans les registres de l'émetteur au nom du DCT ou d'un prête-nom (*nominee*)⁴⁶.

Le niveau suivant est constitué d'un nombre restreint d'institutions financières, de courtiers, de dépositaires ainsi que d'autres investisseurs professionnels, qui ont des liens contractuels directs avec les DCTs et dont les droits sur des titres font l'objet d'une inscription en compte auprès d'un DCT.⁴⁷ Ces intermédiaires sont désignés sous le nom de *participants* du DCT.⁴⁸ Ces participants, à leur tour, détiennent dans leurs comptes des droits sur ou se rapportant à des titres, soit pour leur compte propre, soit pour le compte de leurs clients tels que des investisseurs institutionnels, des particuliers, ou d'autres intermédiaires, et ainsi de suite jusqu'à ce que les comptes soient détenus par les investisseurs. En conséquence, il peut y avoir un nombre variable de niveaux entre les investisseurs des titres au bas de la structure et les titres eux-mêmes situés chez le DCT ou inscrits au nom du DCT (ou de son conservateur, sous-conservateur ou de ses prête-noms). Cette structure permet à l'émetteur de traiter avec une seule entité, le DCT.⁴⁹ Le DCT traite lui-même avec un nombre restreint d'acteurs importants, qui traiteront à leur

été cédé à l'*Euroclear Clearance System Public Limited Company* (ECSpIc., R.-U.), qui est elle-même détenue par 119 des plus grandes banques mondiales, ainsi que par des entreprises d'investissement (*brokers/dealers*) et autres institutions financières qui utilisent activement le Système Euroclear en qualité de participants. En 1986, ECSpIc. a octroyé une licence du Système Euroclear à l'*Euroclear Clearance System Société Coopérative*, une société coopérative belge constituée en vue de permettre à un plus grand nombre d'utilisateurs de détenir une participation. La succursale de Bruxelles de Morgan Guaranty continue toutefois de gérer le système. Ce rôle sera repris au début de 2001 par un nouvel établissement *Euroclear Bank*, détenue par les intervenants du marché, sous réserve de l'obtention des autorisations réglementaires requises. En mars 2000, Euroclear et Sicovam ont annoncé leur projet de fusionner complètement les deux entités. La fusion devrait entrer en vigueur au début de 2001. La valeur annuelle du volume des opérations réglées par les entités fusionnées sera supérieure à EUR 80 trillions. Pour plus d'information à ce sujet, se reporter au site Internet d'Euroclear (<http://www.euroclear.com>).

Cedel signifie *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières* et a été constituée en 1970 sous la forme d'une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois par 66 institutions financières de onze pays en tant que structure neutre et indépendante des marchés financiers. Elle est actuellement détenue par 92 institutions financières européennes, américaines et asiatiques. En 1999, Cedel International (la société mère du groupe Cedel) a annoncé sa fusion avec *Deutsche Börse Clearing AG* afin de créer une chambre de compensation européenne, *Clearstream International*. Au début de l'an 2000, en échange d'une participation de 50 %, Cedel International a apporté à Clearstream International l'ensemble de ses activités de compensation, de règlement et de conservation de titres. Cedel International continue d'exister comme société holding représentant les intérêts de ses actionnaires. Dans la nouvelle forme sociale, les activités de compensation et de règlement sont exercées par deux filiales, *Clearstream Banking Luxembourg* et *Clearstream Banking Francfort*. Ces entités juridiques détiennent en conservation des titres représentant une valeur de plus de EUR 9 trillions ; elles effectuent le règlement et la compensation de 500.000 opérations par jour et plus de 150 millions d'opérations par an. Pour plus d'information à ce sujet, se reporter au site Internet de *Cedel International* (<http://www.cedelinternational.com>).

⁴⁶ Aux États-Unis, dans les registres des actionnaires des grandes sociétés dont les actions sont cotées en bourse, une seule et même entité – CEDE & CO. – est généralement inscrite en tant qu'actionnaire nominatif d'environ 83% de toutes les actions cotées à la Bourse de New York, 72% de toutes les actions négociées sur le Nasdaq et 91% de tous les titres de créance émis par des sociétés, cotés à la Bourse de New York. CEDE & CO. est le prête-nom (*nominee*) utilisé par DTC : se reporter à cet égard à THE AMERICAN LAW INSTITUTE, National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, Uniform Commercial Code, Official Text – 2000, Revised Article 8 (révision de 1994), notes préliminaires, p. 655 (ci-après désigné le U.C.C. 2000).

⁴⁷ Dans certains pays, tels que la Suède et la Finlande, les investisseurs ainsi que les intermédiaires ont la possibilité de détenir directement des titres auprès du DCT concerné. En Norvège, les investisseurs domestiques doivent détenir directement leurs comptes auprès du DCT.

⁴⁸ À titre d'exemple, la DTC compte quelque 600 participants – principalement des entreprises d'investissement (*brokers-dealers*), des banques et des dépositaires, se reporter à U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 655. Euroclear compte environ 1.900 participants situés dans plus de 80 pays.

⁴⁹ Dans certains cas, par exemple pour les actions Daimler-Chrysler, les émissions peuvent être structurées de façon à ce que les titres soient détenus par deux ou plusieurs DCTs. Voir par exemple DIETRICH SCHEFOLD, *Grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen und internationales Privatrecht – Zum Kollisionsrechtlichen Anwendungsbereich von § 17a Depotgesetz*, IPRax, 2000, p. 470, note 18 et texte s'y rapportant.

tour avec un plus grand nombre de participants plus modestes, et ainsi de suite de haut en bas de la pyramide.

Les investisseurs n'apparaissent pas dans les registres tenus par l'émetteur ou pour le compte de l'émetteur⁵⁰ et ils n'ont pas davantage la possession effective des certificats. Dans les registres d'un DCT figurent les titres détenus pour le compte de ses divers participants, et dans les registres de chacun de ses participants figurent les titres détenus pour le compte de leurs différents clients.⁵¹

Dans le cadre d'un système de détention indirecte, il apparaît que c'est le *compte* plutôt que le *certificat* qui est la source du droit de l'investisseur.⁵²

L'efficacité du système de détention indirecte est encore améliorée du fait que la plupart des DCTs et des intermédiaires ont pour pratique de détenir les titres dans des *masses fongibles* (*fungible pools*). Dans une telle structure, les participants ou les clients n'ont alors plus le droit de demander la livraison de titres spécifiques, mais ont seulement le droit de demander que leur soient restitués des titres de l'émission, de même nature correspondant à la même émission et selon la quantité correspondant à ceux qui sont inscrits à leur compte. Nous examinerons dans la partie II ci-dessous les conséquences d'une telle structure sur l'analyse juridique des droits des DCTs, des intermédiaires et de leurs clients.⁵³ La notion de fongibilité est essentielle pour assurer la liquidité des émissions.⁵⁴ Elle permet également de réduire les coûts administratifs liés à la conservation des titres.

De nos jours, la grande majorité des titres couramment négociés sont détenus dans le cadre d'un système d'intermédiaires.⁵⁵

Le schéma A ci-dessous illustre un *cas de figure type*⁵⁶ dans un système de détention indirecte.

⁵⁰ Toutefois, les règles du droit des sociétés peuvent autoriser ou exiger qu'un émetteur obtienne des informations portant sur l'identité des ayant droit sur les titres - par exemple, pour les besoins du vote ou afin de déterminer le niveau de certaines participations. Ces règles ne font pas partie des règles régissant la propriété et ne sont pas déterminantes, en ce qui concerne les droits patrimoniaux. La *lex societatis* continuera bien évidemment de régir les problèmes pouvant survenir entre l'émetteur et ses actionnaires, tels que les droits de vote.

⁵¹ Concernant les *titres nominatifs* en France, voir *infra*, p. 23.

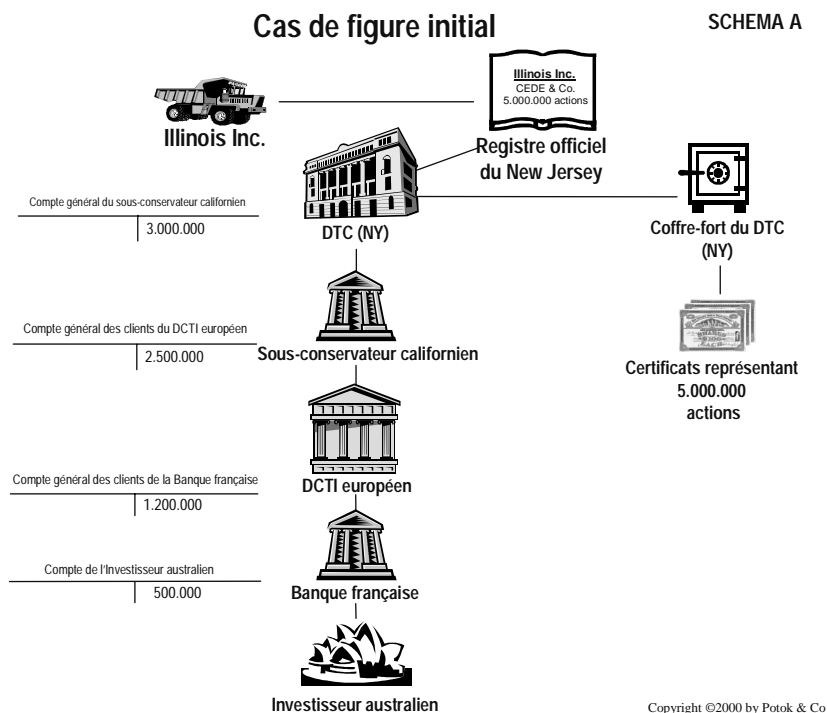
⁵² Se reporter, par exemple, à GOODE, *op. cit.* (note 31), p. 23 ; voir aussi DE VAUPLANE, *De la détention nationale à la détention internationale de titres : où sont les titres ?*, Annexe au Rapport du Conseil National du crédit et du Titre, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres, Paris, mai 1997, p. 157.

⁵³ *Infra*, p. 19 et s.

⁵⁴ Certains DCTs et intermédiaires acceptent de détenir des droits pour le compte de participants ou de clients, sur une base non-fongible, c'est-à-dire identifiable (se reporter toutefois aux commentaires *infra*, p. 20 ; pour une analyse d'une application possible de la Convention proposée à des structures non-fongibles, voir *infra*, p. 46). Au *Canada*, les titres détenus dans un tel compte et effectivement enregistrés ou devant être enregistrés au nom du client sont connus sous le nom de « *customer name securities* » à l'opposé des titres détenus sur une base commune (fongible), qui sont connus sous le nom de « *customer pool fund securities* ».

⁵⁵ Pour des exposés plus détaillés sur le système de détention indirecte, se reporter aux renvois faits dans GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 52, note 6.

⁵⁶ Pour des raisons de clarté, les exemples utilisés dans ce Rapport n'impliquent que des actions émises par une seule société. Les scénarios se produisant en pratique, notamment lorsque des portefeuilles de titres sont remis en garantie, seront souvent beaucoup plus complexes. Toutefois, nous pensons qu'un scénario simplifié suffit à illustrer les problèmes concernés.



L'Investisseur australien est une société constituée à Sydney, en Australie. Par le biais du système de détention indirecte, il détient des droits sur 500.000 actions d'Illinois Inc.

Illinois Inc. est constitué dans l'Etat de l'Illinois, aux États-Unis. Illinois Inc. a 5.000.000 d'actions en circulation. Les actions sont toutes détenues par DTC, qui est constitué dans l'Etat de New York et dont le lieu principal des activités est à New York.⁵⁷ DTC conserve dans son coffre-fort à New York les certificats (*physical certificates*) représentant les actions d'Illinois Inc. Illinois Inc. tient un registre de ses actionnaires à Newark, dans le New Jersey par l'intermédiaire d'un mandataire teneur de compte (*registrar*), NJ Registrar, situé à Newark. Le prête-nom de DTC, Cede & Co., est inscrit dans le registre des actionnaires en tant qu'actionnaire nominatif des 5.000.000 d'actions en circulation d'Illinois Inc.

Le droit de propriété de l'Investisseur australien sur les 500.000 actions d'Illinois Inc. est matérialisé par une inscription en compte au crédit du compte intitulé « compte de l'Investisseur Australien » ouvert auprès de son intermédiaire, la Banque française, qui a son siège à Paris.

La Banque française, à son tour, détient des droits sur les actions d'Illinois Inc. correspondant aux droits de l'Investisseur australien ainsi qu'aux droits d'autres clients de la Banque française. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte créditées à un compte intitulé « compte général des clients de la Banque française » (*French Bank Omnibus Customer Account*) ouvert dans les livres du DCTI européen. Dans l'ensemble, la Banque française détient

⁵⁷ DTCC a son centre administratif à New York City. Le centre opérationnel et les installations informatiques de DTC et de NSCC sont situés dans l'Etat de New York. Les bureaux de représentation sont situés à Chicago, San Francisco et Londres (données provenant du site internet de DTCC : <http://www.dtcc.com>)

pour ses clients (y compris l'Investisseur Australien) des droits sur 1.200.000 actions d'Illinois Inc.

Le DCTI européen, à son tour, détient des droits correspondant aux droits de la Banque française sur les actions d'Illinois Inc. ainsi qu'aux droits d'autres participants au sein du système DCTI européen. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte crédités à un compte intitulé « compte général des clients du DCTI européen » (*European ICSD Omnibus Customer Account*) ouvert dans les livres du sous-conservateur du DCT européen pour les États-Unis. Ce Sous-Conservateur est situé à Los Angeles, en Californie. Au total, le DCTI européen détient pour ses clients (y compris la Banque française) des droits sur 2.500.000 actions d'Illinois Inc.

Le Sous-Conservateur de Californie, à son tour, détient des droits correspondant aux droits du DCTI européen sur des actions d'Illinois Inc., ainsi qu'aux droits d'autres clients du sous-conservateur de Californie. Ces droits font l'objet d'inscriptions en compte créditées à un compte intitulé « compte général du Sous-Conservateur de Californie » (*California Sub-Custodian Omnibus Account*) ouvert dans les livres de DTC. Au total, le Sous-Conservateur de Californie détient pour lui-même et ses clients (y compris le DCTI européen) des droits sur 3.000.000 actions d'Illinois Inc.

Chacun des intermédiaires détient, dans ce système de détention indirecte, des droits sur une masse de titres non affectés, fongibles ou non individualisés, de sorte qu'aucun de ses titulaires de compte n'a de droit sur des titres spécifiques détenus par l'intermédiaire du niveau supérieur. Ainsi, par exemple, les contrats de conservation (*custody agreements*) conclus par la Banque française prévoient que l'Investisseur Australien et les autres clients de la Banque française n'ont droit à aucun des titres spécifiques détenus dans le « compte général des clients de la Banque française ». De même, les Conditions Générales du DCTI européen précisent qu'aucun titulaire de compte auprès du DCTI européen n'a de droits sur des titres spécifiques détenus par le DCTI européen auprès de sous-conservateurs ou de dépositaires centraux de titres.

Si, dans le présent scénario, l'Investisseur Australien désire constituer des droits sur ses actions Illinois Inc. en faveur d'un prêteur, en vertu d'un contrat de nantissement dont les aspects contractuels sont soumis par les parties au droit anglais,⁵⁸ il est nécessaire pour le prêteur, avant de conclure l'opération, de connaître les conditions devant être remplies pour qu'il soit assuré d'obtenir des droits qui prévaudront sur ceux des tiers (y compris les droits du liquidateur en cas de faillite de l'Investisseur Australien).

Pour pouvoir répondre à cette question, le prêteur (le bénéficiaire de la garantie) doit pouvoir déterminer quel droit régira les aspects patrimoniaux de la transaction. Dans le cas de figure envisagé, plusieurs possibilités paraissent envisageables, dont :

- (i) le droit de l'Illinois, en tant que droit de l'Etat dans lequel l'émetteur des titres sous-jacents est constitué ?
- (ii) le droit du New Jersey, en tant que droit du lieu du teneur de compte des titres sous-jacents ?

⁵⁸ Le terme « nantissement » est utilisé ici dans son sens large (*supra*, p. 6); il est probable qu'il s'agisse en l'espèce d'une « sûreté » de droit anglais (*fixed charge*).

- (iii) le droit de l'État de New York, en tant que droit du lieu où sont conservés les certificats matérialisant les titres sous-jacents ?
- (iv) le droit de l'État de New York, en tant que droit du siège du DCT national ?
- (v) le droit de la Californie, en tant que droit du siège du sous-conservateur du DCTI européen ?
- (vi) le droit belge, en tant que droit du siège du DCTI européen ?
- (vii) le droit français, en tant que droit du lieu de localisation de l'intermédiaire de l'Investisseur australien ?
- (viii) le droit anglais, en tant que droit choisi par le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté, dans le contrat de nantissement ?
- (ix) le droit anglais, en tant que droit du siège du bénéficiaire de la sûreté ?
- (x) le droit australien, en tant que droit du siège du débiteur (le constituant de la sûreté) ?

Nous reviendrons à ce cas de figure modèle à la partie III du présent Rapport.

Section 2 — Importance du système de détention indirecte

De nos jours, le système de détention indirecte régit la plus grande partie des titres à travers le monde. Le système répond aux besoins d'un marché mondial : non seulement il a pour effet de réduire les coûts de traitement et de règlement ainsi que les risques habituels de perte, de vol et de contrefaçon liés à un système de détention directe,⁵⁹ mais le transfert de droits sur des titres effectué par de simples inscriptions en compte passées dans les livres d'un ou de plusieurs intermédiaires permet aussi de disposer de façon rapide et efficace de ces droits, tant pour les opérations domestiques que pour les opérations transfrontalières. Comme le temps requis pour effectuer les règlements a diminué et que ces droits peuvent rapidement être transférés, le système de détention indirecte est plus efficace que le système classique de détention directe. La rapidité avec laquelle les opérations sont réalisées, s'est accrue et continue de croître. L'efficacité du système de détention indirecte a été améliorée par la pratique de la *compensation (netting)*,⁶⁰ qui permet aux intervenants du marché de réduire leurs risques de crédit, ainsi que par le fait que les opérations sont habituellement effectuées sur la base d'une *livraison contre règlement (DVP)*⁶¹ dans le cadre d'un système de détention indirecte.

Section 3 — Transferts au sein du système de détention indirecte

Pour effectuer un transfert de titres entre deux investisseurs qui sont clients d'un même intermédiaire dans un système de détention indirecte, il suffit de procéder à des écritures de débit ou de crédit du compte dans les livres de cet intermédiaire. Aucune livraison

⁵⁹ *Supra*, p. 2.

⁶⁰ Le *netting* consiste en une compensation conventionnelle des positions ou des obligations réciproques de partenaires commerciaux ou de participants à un système de règlement-livraison, de manière à réduire le nombre des positions ou d'obligations individuelles, GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 55, note 21. La compensation est une technique et un sujet complexe dont la description n'entre pas dans le champs du présent Rapport.

⁶¹ Cela signifie que les espèces et les titres sont échangés simultanément sous forme d'inscription en compte informatisée. Le fait que la livraison contre règlement (DVP - *Delivery Versus Payment*) soit simultanée, élimine le risque que le vendeur livre des titres sans avoir reçu paiement de l'acheteur ou que l'acheteur effectue un paiement sans que les titres lui aient été transférés par le vendeur.

physique des titres, ni d'inscription dans les registres de l'émetteur n'est requise. La seule écriture est celle d'une inscription passée dans les comptes concernés des investisseurs ouverts dans les livres de l'intermédiaire ; aucune inscription n'est passée dans les livres des intermédiaires du niveau supérieur ou de l'émetteur.⁶² Quant à ces derniers, rien n'est changé en ce qui concerne la détention des titres ou des écritures s'y rapportant. Ainsi, dans la plupart des cas, seules les parties à l'opération connaissent l'identité du détenteur final des titres.⁶³

Dans le cas où les deux investisseurs détiennent leurs droits sur des titres par le biais de différents intermédiaires, le transfert de ces titres sera sensiblement plus complexe ; l'intermédiaire du cédant fera créditer le type de titre à créditer en quantité appropriée au compte de l'intermédiaire du cessionnaire dans les livres d'un DCT ou de tout autre intermédiaire auprès duquel l'intermédiaire du cédant et du cessionnaire détiennent leur compte.⁶⁴ On rappellera à nouveau qu'il n'y a aucune livraison physique des titres et qu'aucune inscription n'est effectuée dans les livres de tout intermédiaire du niveau supérieur ou de l'émetteur.

Les détails techniques d'un transfert effectué dans le cadre d'un système de détention indirecte seront exposés ci-dessous (à l'aide de schémas).⁶⁵

En résumé, il est indubitable que la mise en place des DCTs et l'instauration en découlant, de systèmes de transferts par inscription en compte, ont permis d'accroître de manière significative l'efficacité des transferts de titres. Cela a conduit le Groupe des trente (G30)⁶⁶ à recommander en 1989 que chaque marché national mette en place un DCT pour la détention des titres dans le marché concerné.⁶⁷ À ce jour, la plupart des pays dans le monde ont adopté le principe d'un système de détention indirecte, bien que leurs modalités puissent varier d'un pays à l'autre.⁶⁸

⁶² Un exemple peut illustrer une opération utilisant le scénario décrit schématiquement dans le cas de figure A ci-dessus : l'Investisseur Australien achète 1.500 actions d'Illinois Inc. par l'intermédiaire de la Banque française et l'Investisseur suisse vend 1.500 de ces mêmes actions par l'intermédiaire de la même banque ; l'opération peut être réalisée au moyen d'inscriptions en compte dans les livres de la Banque française : ni (i) les livres du DCTI européen montrant la position globale de la Banque française dans Illinois Inc., (ii) ni les livres du Sous-Conservateur de Californie montrant la position globale du DCTI européen dans Illinois Inc., (iii) ni les livres de DTC montrant la position globale du Sous-Conservateur de Californie dans Illinois Inc., (iv) ni enfin les livres d'Illinois Inc. montrant la position globale de DTC dans Illinois Inc. n'ont besoin d'être modifiés pour faire état du règlement de cette opération. Il est facile de comprendre l'importance d'un mode aussi simple de règlement quand on sait qu'une seule grande banque peut agir en qualité de conservateur de titres pour plusieurs milliers d'organismes de placements collectifs, de fonds de pensions, d'autres investisseurs institutionnels, de banques, de maisons de titres (*securities firms*), et de clients individuels. Il se peut qu'un jour donné, les clients de cette banque aient conclu un grand nombre d'opérations et, qu'en même temps, seulement une toute petite partie de cet important volume de négociation n'entraîne une variation nette des positions de la banque dans les livres du DCTI européen.

⁶³ GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 53; GUYNN, *op. cit.* (note 4), p. 23; REBER, *op. cit.* (note 31), p. 12.

⁶⁴ Lorsque les intermédiaires directs du cédant et du cessionnaire ne détiennent pas directement leurs droits respectifs sur les titres par le biais du même DCT ou du même intermédiaire du niveau supérieur, la situation sera plus complexe. En substance, un transfert par inscription en compte sera toujours effectué dans les livres de l'intermédiaire du niveau le plus bas ou un intermédiaire d'un niveau inférieur auprès duquel le cédant et le cessionnaire détiennent, directement ou indirectement, leurs comptes titres.

⁶⁵ *Infra*, p. 31 et s.

⁶⁶ Le Groupe des Trente, créé en 1978, est un organisme privé international, sans but lucratif, composé de représentants expérimentés du secteur public et privé ainsi que de représentants du monde académique. Il a pour but d'approfondir la compréhension des problèmes économiques et financiers internationaux et de rechercher quelles peuvent être les répercussions internationales des décisions prises dans le secteur public et privé et d'examiner les choix qui peuvent s'offrir aux praticiens du marché et aux décideurs politiques. Pour plus d'information, voir le site internet du G30 (<http://www.group30.org>).

⁶⁷ Se reporter à la référence donnée fait dans GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 54, note 19.

⁶⁸ Se reporter aux autres renvois faits dans GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 21 et 24.

PARTIE II :

LA NATURE JURIDIQUE DES DROITS SUR LES TITRES DETENUS DANS LE CADRE DE SYSTEMES DE DETENTION INDIRECTE

Section 1 — Les analyses juridiques traditionnelles - les droits de propriété directe et le problème de la confusion au sein de la masse des titres

Le modèle juridique de base de propriété de titres est celui de la *détention directe* de ces titres. Dans le cas de titres *au porteur*, le propriétaire a la possession directe des titres. Dans le cas des titres *nominatifs*, le nom du propriétaire est inscrit dans un registre tenu par l'émetteur ou par un tiers pour le compte de ce dernier. Le droit du propriétaire est, dans ces deux cas, un droit de propriété directe.⁶⁹

Le concept de droit de propriété directe est toutefois difficile à appliquer à un système de détention indirecte. En effet, en vertu des principes juridiques traditionnels, la confusion de biens fongibles éteint les droits de propriété directe des propriétaires des biens confondus. Selon les principes classiques qui s'appliquaient tant dans les systèmes de *common law* que de *droit civil* et dont les origines remontent au droit romain,⁷⁰ la personne qui remet des biens à un dépositaire conserve tous ses droits sur ces biens, pour autant que les biens déposés ne soient pas *confondus* avec des biens semblables du dépositaire ou d'autres déposants. En revanche, s'il s'agit de biens fongibles, les conséquences dépendront des conditions dans lesquelles le dépôt est effectué. Le déposant ne disposera alors que d'une simple créance contractuelle en vue de la restitution de biens de même nature et de même quantité ; alternativement, le déposant dont les biens ont été confondus (*commingled*) au sein d'une masse (ci-après désigné par le terme « confusion ») bénéficiera d'une sorte d'indivision ou droit de copropriété avec les déposants sur l'ensemble de la masse confondue.

Pour des raisons d'efficacité expliquées plus haut, les dépositaires qui détiennent des titres pour le compte d'investisseurs recourent à la technique de comptes généraux fongibles de la clientèle (*commingled omnibus customers accounts*).⁷¹ Le principal effet de cette fongibilité est *d'éteindre les droits de propriété directe des propriétaires individuels des titres sur les titres spécifiques détenus avant la confusion et de conférer à chaque investisseur, selon les termes de la convention conclue entre l'investisseur et le dépositaire, soit un simple droit contractuel de livraison de titres équivalents ou un droit de copropriété sur la masse de titres confondus.*

Il existe plusieurs manières de traiter cette difficulté qui seront examinées dans la Section 2 ci-dessous.

⁶⁹ Dans certains pays, le droit de propriété sur des titres nominatifs est transmis par la livraison d'un certificat (*physical certificate*). Ceci n'affecte en rien le fait que le droit du propriétaire des titres est un droit de propriété directe.

⁷⁰ Se reporter à la référence donnée dans GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 56, note 24, et à GUYNN, *op. cit.* (note 4), p. 20, notes 25 et 26.

⁷¹ Voir *supra*, p. 10 pour la terminologie utilisée, et p. 14 pour des explications sur son efficacité. Pour un exemple d'un cas où la fongibilité des titres *n'est pas* permise, on pourrait faire mention de la *Streifbandverwahrung*, art. 2 du *Depotgesetz* allemand (pour plus de détails sur cette loi, voir *infra*, note 75). La *Streifbandverwahrung* se réfère à la situation dans laquelle un intermédiaire détient dans ses coffres une liasse de titres papiers assemblés par un ruban sur lequel est inscrit le nom du propriétaire des titres ; bien que ce système date du siècle dernier, et n'est plus utilisé pour de nouvelles émissions, certains intermédiaires allemands détiennent toujours de tels titres dans leurs coffres.

Section 2 — Réponses au problème de la confusion au sein de la masse des titres

I. Absence de confusion

En principe, on peut préserver son droit de propriété directe en s'assurant qu'il n'y ait *pas confusion (commingling)*. Certains systèmes de dépôt offrent ainsi des comptes de titres non-fongibles dans lesquels le dépositaire identifie de manière distincte les titres attribuables aux divers investisseurs particuliers. Dans un tel cas, la détention pourrait se faire selon le mode suivant : (i) le droit de l'investisseur est inscrit dans un compte à son nom dans les livres de son intermédiaire ; (ii) à son tour, le droit de l'intermédiaire est inscrit dans les livres d'un sous-conservateur, dans un compte ou un sous-compte qui identifie non seulement l'intermédiaire mais aussi l'investisseur ; (iii) à son tour, le droit du sous-conservateur est inscrit dans les livres du DCT, dans un compte ou un sous-compte qui identifie non seulement le sous-conservateur mais aussi l'intermédiaire et l'investisseur.

Pour les motifs énoncés ci-dessus, toutefois, la plupart des titres sont détenus dans des comptes généraux de la clientèle (*omnibus customer accounts*) et aucune information n'est donnée au sujet des droits des investisseurs particuliers aux différents niveaux supérieurs du système de détention indirecte.

II. Simple droit contractuel (*mere contractual right*)

Une conséquence possible de la confusion des titres serait que les droits d'un investisseur à l'égard de l'intermédiaire direct ne soient plus des créances personnelles (*personal claims*) mais deviennent de simples *droits contractuels* portant sur la livraison de la quantité et la nature appropriée des titres. Il résulte de cette situation que l'investisseur devient entièrement dépendant de l'intégrité et de la solvabilité de son intermédiaire direct. L'investisseur court ainsi le risque que l'intermédiaire dispose des titres de manière illicite ou devienne insolvable. Dans cette éventualité, il pourrait se retrouver avec des droits de valeur amoindrie ou inexistante.⁷²

C'est pourquoi des structures se sont constituées, permettant aux investisseurs particuliers de pouvoir toujours disposer de droits protégés en cas de faillite de l'intermédiaire direct.⁷³

III. Droit de copropriété

Une possibilité consiste à traiter les titres fongibles détenus pour le compte des investisseurs comme une masse distincte de biens sur lequel les investisseurs détiennent une sorte de droit de copropriété.⁷⁴

⁷² Se reporter par exemple à GOODE, *op. cit.* (footnote 5), p. 119; GUYNN, *op. cit.* (note 4), p. 29-30, pour une présentation plus détaillée, se reporter à DOROTHEE EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht - Funktionsverlust von Effektenurkunden im internationalen Rechtsverkehr*, Tübingen 1995.

⁷³ Aux Pays-Bas, la conservation des titres qui n'est pas soumise au *Wet giraal effectenverkeer* (Loi portant sur la circulation de titres par virement), l'équivalent néerlandais du *Depotgesetz* allemand, est réalisée par des véhicules *ad hoc* qui n'ont aucune activité autre que la conservation de titres, évitant ainsi aux investisseurs d'encourir un risque sur l'intermédiaire ; voir WILLEM A.K. RANK, *Custody of Securities in the Netherlands*, dans *Vertrouwd met de Trust, Trust and Trust-like Arrangements*, Deventer 1996, p. 319-338.

La nature précise des droits d'un investisseur particulier à l'égard de cet ensemble distinct peut varier d'un pays à l'autre. Le régime de la copropriété peut soit résulter de l'adoption d'une loi nouvelle ou de l'aménagement de textes législatifs existants et peut impliquer une copropriété d'une masse de titres confondus ou d'un ensemble notionnel de titres.

A. Copropriété d'ensembles de titres

En Allemagne, le *Depotgesetz*⁷⁵ établit une distinction entre la *propriété exclusive*, qui est préservée en cas de conservation *ségréguée* de titres, et la *copropriété* en cas de conservation *collective* de titres (fongibles). Dans ce dernier cas, la loi confère au déposant (à l'investisseur) la copropriété des titres détenus par le dépositaire en conservation collective.⁷⁶ Le créancier gagiste qui obtient un nantissement sur une quote-part, juridiquement retraçable jusqu'à une masse de titres fongibles, est réputé avoir acquis la *possession notionnelle (constructive possession)* ou avoir la propriété par inscription dans un registre d'une fraction de l'ensemble des titres ou en être le *propriétaire inscrit*, même s'il n'a ni la possession directe ni la propriété par inscription dans un registre d'aucun élément de cette masse.

Un autre exemple de droit de propriété est la *Ley del Mercado de Valores* espagnol en vertu de laquelle un investisseur qui détient des titres nominatifs dématérialisés est considéré comme ayant un droit de copropriété dans une masse de titres fongibles.⁷⁷

Au Canada, les titres détenus auprès de CDS, le dépositaire central de titres canadien, par un courtier pour le compte de ses clients, sur le fondement d'un principe de fongibilité, sont considérés comme constituant une copropriété au *pro rata* des droits des investisseurs concernés. Aucun des investisseurs ne détient un « droit retraçable » jusqu'au niveau du registre de l'émetteur ou du compte de l'intermédiaire financier avec le DCT.

En Angleterre,⁷⁸ le concept de copropriété résulte dans ce contexte d'une analyse traditionnelle du droit des *trusts*: les investisseurs particuliers sont considérés comme des copropriétaires en *equity* (co-bénéficiaires économiques – *beneficial co-owner*) de la masse des titres, que l'intermédiaire direct détient à titre de fiduciaire (*trustee*) pour le compte de ses clients.⁷⁹

⁷⁴ Se reporter par exemple à ULRICH DROBNIG, Dokumenteloser Effektenverkehr, dans Karl Kreuzer (éd.), *Abschied vom Wertpapier? Dokumentelose Wertbewegungen im Effekten, Gütertransport- und Zahlungsverkehr*, Neuwied 1988, p. 24 à 27. Pour ce qui est de la Suisse, se reporter à l'art. 484 du Code des obligations et à l'art. 727 du Code civil ; voir aussi les commentaires *infra*, aux pages 56 et s. Se reporter également à GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 58.

⁷⁵ Le titre complet en allemand est le suivant : *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren*, ce qu'on pourrait traduire en français par la *Loi relative au dépôt en garde et à l'acquisition de valeurs mobilières* (La *Loi relative au dépôt de valeurs mobilières* comme titre abrégé). Cette loi a été promulguée en 1896 puis révisée en 1937; d'importantes révisions ont également été adoptées en 1972, 1985 et 1994. Elle est actuellement désignée sous le nom de *Depotgesetz du 11 janvier 1995* (on peut consulter le texte allemand sur Internet (<http://www.jurathek.de/tom/gesetz/>)).

⁷⁶ Pour davantage de renseignements sur le *Depotgesetz* allemand, se reporter à JÜRGEN THAN, Cross-Border Safe Custody and Settlement of Securities Transactions: Some Aspects under German Law, étude de la *International Bar Association* (mentionnée *supra*, note 5), aux pages 73 à 77.

⁷⁷ Voir art. 8 à 10.

⁷⁸ Pour un aperçu du droit anglais, voir GOODE, *op. cit.* (note 5), p. 119-121.

⁷⁹ Dans le cas de titres au porteur, il est théoriquement possible de recourir à une analyse alternative fondée sur le dépôt fiduciaire (*bailment*), mais une telle analyse ne s'étendra pas aux titres nominatifs ou aux titres dématérialisés et l'analyse fondée sur le trust est généralement suivie de nos jours. Voir JOANNA BENJAMIN, *The Law of Global*

B. Copropriété d'ensembles notionnels de titres

1. Belgique – Arrêté royal n° 62

L'arrêté royal belge n° 62, adopté en 1967, était à l'origine conçu pour régir le transfert et le nantissement des droits sur les titres détenus par l'intermédiaire de l'agence de compensation nationale (CIK). L'article 13 de l'arrêté a étendu le champ d'application du dispositif de l'Arrêté Royal aux relations entre un affilié de la CIK et ses clients. L'arrêté a été modifié en 1995 pour préciser la nature du droit dont une personne est titulaire sur les titres qu'elle détient dans un système de détention indirecte.⁸⁰ Ce droit est considéré comme un *droit de copropriété sur une partie d'un ensemble notionnel de titres de même catégorie* détenus par l'intermédiaire pour le compte de l'ensemble des détenteurs.⁸¹ En d'autres termes, l'Arrêté Royal a transformé expressément ce qui aurait été de simples créances contractuelles à l'encontre d'intermédiaires belges en des droits de *co-propriété* sur des ensembles *notionnels* de titres attestés uniquement par des inscriptions en compte dans les livres de l'intermédiaire, indépendamment de l'endroit où se trouvent les titres individuels ou les masses de titres fongibles.⁸² L'Arrêté Royal confère également à l'investisseur une action en *revendication*,⁸³ qui peut être exercée en cas de faillite de l'intermédiaire.⁸⁴

2. Luxembourg – Règlements grand-ducaux

D'après l'interprétation d'éminents juristes,⁸⁵ le droit d'un investisseur qui détient des titres au moyen de comptes tenus par un intermédiaire au Luxembourg est, selon le *Règlement grand-ducal du 17 février 1971 (modifié en 1994 et en 1996)*⁸⁶, un droit de *propriété sur un nombre donné de titres non individualisées du même type* détenues par l'intermédiaire dans une masse (pool) pour le compte de tous les propriétaires du même type de titres (art. 1 et 2). Tout comme l'Arrêté Royal, le règlement grand-ducal confère à l'investisseur une action en revendication qui peut être exercée en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire (art. 9, par. 1).⁸⁷

Custody, London 1996 p. 44-46 ; *The Law of Global Interests in Securities*, Oxford 2000, Chap. 2 ; voir aussi *infra*, p. 54.

⁸⁰ Arrêté royal No 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des valeurs mobilières, modifié par des lois du 7 avril 1995. Une modification importante de la loi a été adoptée le 10 mars 1999 ; la modification de 1999 paraît sans objet pour le présent Rapport.

⁸¹ Se reporter en particulier à l'art. 10 al. 1 de l'arrêté et le mémoire explicatif (*Explanatory Memorandum of the Act*) de la loi du 6 avril 1995, Doc. Sénat (1994-1995) 1321/1, p. 10-12.

⁸² Voir VAN RYN / HEENEN, *Principes de droit commercial*, vol. III, 2^{ème} éd. 1981, n° 162 et 164; et GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 43-44; GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 58.

⁸³ L'action en revendication (*rei vindicatio* en droit romain) constitue une action *in rem*, dont le propriétaire dispose à l'encontre de toute personne en possession du bien et qui lui permet d'obtenir la restitution de la possession de ce bien.

⁸⁴ Art. 10, al. 2 de l'arrêté.

⁸⁵ GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 44; voir aussi les commentaires du projet de loi à la note 86.

⁸⁶ *Règlement grand-ducal du 17 février 1971 concernant la circulation de valeurs mobilières*, modifié par un Règlement grand-ducal du 8 juin 1994, un Règlement grand-ducal du 7 juin 1996 et par une loi du 3 septembre 1996. Un projet de loi qui modifierait davantage le Règlement grand-ducal a été déposé par le gouvernement luxembourgeois le 16 août 2000. Si ce Règlement était adopté dans la forme actuelle du projet, la loi disposera sans équivoque que le déposant a un droit réel (droit *in rem*) de nature incorporelle sur la totalité des titres ou d'autres instruments financiers de même nature détenus auprès du dépositaire. Le texte disposera également que ce droit réel ne pourra être exercé qu'à l'encontre du dépositaire.

⁸⁷ GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 44-45.

IV. Structure juridique n'impliquant pas de copropriété

Une autre réponse consiste à créer une structure juridique nouvelle qui garantit que les droits de propriété subsistent nonobstant la confusion qui découle des systèmes de détention indirecte mais sans adopter pour autant le concept d'une copropriété. Un certain nombre de pays ont adopté l'une des formes de cette réponse qui peut impliquer soit une nouvelle application des concepts traditionnels ou le développement d'une forme entièrement nouvelle du droit de propriété.

A. France

Conformément à l'article 94, alinéa 2, de la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 qui est devenue effective le 3 novembre 1984, la France a mis en place un système de titres dématérialisés. Cette dématérialisation couvre toutes les catégories de titres émis en France. Ainsi, depuis 1984, les titres émis en France doivent être enregistrés dans un compte titres ouvert dans les registres de l'émetteur ou dans les livres d'un intermédiaire financier habilité, les titres papiers ayant disparu.

Le système dématérialisé continue de distinguer les titres au porteur (qui dans la pratique constituent la grande majorité des titres) des titres pour lesquels le nom de l'investisseur apparaît sur un registre tenu soit par l'émetteur lui-même (« titres au nominatifs purs ») soit par une tierce partie pour le compte de l'émetteur (« titres au nominatif administré »). En ce qui concerne les titres au porteur, l'inscription d'un investisseur en qualité de détenteur de titres inscrits dans un compte tenu par un intermédiaire financier habilité, confère à l'investisseur un droit de propriété sur les titres concernés. La Sicovam (le dépositaire central de titres français) et tout intermédiaire se trouvant entre la Sicovam et l'intermédiaire direct de l'investisseur, gèrent le système et tiennent les registres des comptes détenus aux différents niveaux de la chaîne des titres mais ne détiennent aucun droit de propriété sur les titres. L'introduction d'un système de dématérialisation des titres n'a pas modifié la nature juridique du droit de l'investisseur, qui reste un droit de propriété.⁸⁸ La législation a introduit plusieurs dispositions visant à protéger les investisseurs contre les risques spécifiques inhérents à un système de dématérialisation complète et notamment contre les conséquences de l'insolvabilité de tout intermédiaire.⁸⁹

Dans le cas de *titres nominatifs*, le registre tenu par ou pour le compte de l'émetteur constitue l'inscription définitive du droit de propriété.⁹⁰

B. Italie et Brésil

Le droit italien et brésilien disposent spécifiquement qu'un dépôt de titres, même détenus sur un principe de fongibilité (*commingled basis*), est un dépôt « régulier ».⁹¹ Le droit

⁸⁸ Ce n'est pas un droit de copropriété qui n'est pas reconnu par le droit français du titre. Voir FREDERIC NIZARD, *La notion de titre négociable*, Thèse Paris-II, juin 2000, qui soutient que puisque les certificats n'existent plus en droit français et que les droits d'un investisseur sont seulement matérialisés par des inscriptions dans des comptes fongibles, l'investisseur ne détient ni un droit de propriété ni un droit de copropriété, mais un « titre titularisé ».

⁸⁹ L'art. 30 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 dispose qu'en cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire d'un établissement teneurs de comptes, les droits des investisseurs sont transférés sur un compte tenu par un autre intermédiaire et sont donc isolés des conséquences de la faillite de l'établissement teneur de comptes.

⁹⁰ Il est important de noter que même si le nom de l'investisseur est inscrit à la fois dans les registres de l'émetteur ou de son teneur de comptes officiel et sur ceux de son intermédiaire direct, il n'est pas inscrit pour autant dans des comptes ségrégués ou traçables auprès de la Sicovam ou de tout autre intermédiaire, ce qui signifie qu'il ne s'agit pas d'un compte non-fongible. Voir *supra*, p. 10.

⁹¹ Un dépôt régulier est un dépôt dans lequel le bien déposé peut être identifié distinctement ; par opposition, un dépôt est « irrégulier » lorsque le bien déposé est confondu avec d'autres biens pour former une masse fongible.

italien et le droit brésilien prévoient ainsi une fiction juridique quant à la capacité à identifier des titres spécifiques, ce qui assure les investisseurs de ne pas perdre le droit de « propriété » qu'ils ont sur des titres cotés en cas de défaut de leur intermédiaire ou de tout autre intermédiaire faisant partie de la chaîne de détention.

C. États-Unis : Version de 1994 de l'U.C.C. instaurant le concept de « droit sur titres »⁹²

L'Article 8 de l'U.C.C. traite de titres d'investissement (*investment securities*). Cette disposition a subi d'importantes modifications en 1994, après que la crise boursière d'octobre 1987 eut révélé les incertitudes auxquelles donnait lieu l'application des vieux principes prévus dans la version de 1978 de l'Article 8, où l'on s'appuyait exclusivement sur un système de détention directe.⁹³ La version de 1994 est explicitement adaptée à la nouvelle réalité du marché que constitue le système de détention indirecte.⁹⁴

L'Article 8 modifié définit expressément des termes clés comme « intermédiaire de titres » (*securities intermediary*),⁹⁵ « titres (*securities*) »⁹⁶ et « compte de titres » (*securities account*)⁹⁷. Il indique également quelles sont les différentes obligations d'un tel intermédiaire envers les titulaires de comptes de titres ouverts dans ses livres.⁹⁸ L'élément le plus important, toutefois, est l'introduction du nouveau concept de « droit sur titres » (*securities entitlement*).⁹⁹ En vertu de ce concept, l'investisseur ne dispose pas d'un droit de propriété « retraçable » jusqu'à un titre spécifique en dépôt dans un quelconque coffre-fort. Il dispose plutôt d'un ensemble de droits opposables à l'intermédiaire avec lequel il a un lien contractuel direct. Le professeur Rogers, le rapporteur officiel de l'Article 8 modifié, a décrit ainsi la nature de ce nouveau concept :

« Un droit sur titre n'est pas une créance à l'égard d'une chose précise que l'on peut identifier ; il s'agit d'un ensemble de droits qu'une personne peut opposer à l'intermédiaire de titres et sur ces actifs. Les règles de l'Article 8 modifié relatives au système de détention indirecte ne font aucune place à un quelconque concept selon lequel on pourrait retracer des objets distincts entre

⁹² L'ancienne version de 1978 de l'art. 8 définissait les droits des déposants comme des droits partiels ou des droits de copropriété que l'on pouvait retracer jusqu'à un ensemble de titres fongibles individualisés, voir GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 58. Ce modèle était donc similaire à celui de copropriété décrit à la page 20 ci-dessus. Les origines de l'art. 8 remontent à la loi de 1896 sur les titres négociables (*Negotiable Instruments*) (titres de créance) et à la loi sur le transfert de valeurs mobilières de 1909 (actions). Cette loi devint l'art. 8 quand l'U.C.C fut promulgué en 1951.

⁹³ Se reporter à U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 653 et s.

⁹⁴ Comme il fallait s'y attendre, la révision d'une disposition aussi importante que l'Art. 8 du U.C.C. a beaucoup inspiré les auteurs. Le nombre d'articles de revues de droit publiés sur le sujet est impressionnant, tant au plan de la qualité que de la quantité, mais on reconnaît généralement que l'exposé le plus complet et respecté sur l'art. 8 révisé a été écrit par son rédacteur officiel : JAMES STEVEN ROGERS, *Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8*, (1996) 43 U.C.L.A. L. Rev. 1431. Se reporter également à l'exposé fort utile sur les éléments clés de l'Art. 8 révisé du U.C.C., que l'on retrouve dans le rapport de la CHLC de 1997, *op. cit.* (note 8).

⁹⁵ Voir *infra*, p. 45.

⁹⁶ § 8-102(a)(15); se reporter également ci-dessous à la note 137 et au texte qui s'y rapporte.

⁹⁷ § 8-501(a).

⁹⁸ § 8-504 prévoit qu'un intermédiaire de titres doit disposer de suffisamment d'avoirs financiers pour pouvoir acquitter les créances de tous les titulaires de droits qu'il dessert. § 8-505 prévoit par exemple que les distributions, comme les versements de dividendes, effectuées par l'émetteur de titres doivent être transmises au titulaire de compte de titres.

⁹⁹ Cette expression est définie comme suit à § 8-102(a)(17) : « les droits de propriété d'un détenteur de droits sur titres relativement à un actif financier visé à la partie 5 ». La partie 5 précise ensuite les divers droits de propriété que comporte un « droit sur titres ». – Les règlements américains relatifs au TREASURY/RESERVE AUTOMATED DEBT ENTRY SYSTEM (TRADES) font également appel au concept de droit sur titres. Ces règlements constituent les règles fédérales américaines applicables à la propriété, à la cession et au nantissement de la plupart des valeurs du gouvernement et des organismes gouvernementaux américains.

les mains de personnes différentes. Le principe fondamental sur lequel reposent ces règles est plutôt que l'intermédiaire a l'obligation de veiller à ce que l'ensemble des droits pécuniaires et sociaux se rapportant aux titres détenus soient répercutés sur les titulaires de droits et que, par conséquent, ces titulaires de droits ne s'adressent qu'à l'intermédiaire pour l'exécution des obligations. Le titulaire de droits ne peut faire valoir ses droits directement contre d'autres personnes, comme les autres intermédiaires par le biais desquels l'intermédiaire détient les avoirs. »¹⁰⁰ (traduction)

Ainsi, un droit sur titre constitue une sorte de *droit de propriété auquel s'ajoute un ensemble de droits personnels opposables à l'intermédiaire*.¹⁰¹ Plus important encore, le détenteur des droits (l'investisseur) ne court pas de risques de crédit lié aux autres activités de l'intermédiaire. Si l'intermédiaire tombe en faillite, il désintéressera les créances de ses clients par affectation prioritaire des titres qu'il détient en portefeuille pour le compte de ses clients, les droits de ses clients étant de rang supérieur aux créances des créanciers chirographaires.

Ces éléments clés donnent une description d'un droit de propriété unique en son genre qui est au cœur du système de détention indirecte.¹⁰² Ces éléments font que la recherche de la localisation du droit sur titre s'arrête au niveau de l'intermédiaire, le droit se situant là où est tenu le compte dans lequel il est inscrit.

Section 3 — La Convention proposée ne vise pas à modifier les règles de droit matériel

En *résumé*, le droit d'un investisseur sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ou d'un conservateur peut, en principe, prendre l'une ou l'autre des formes suivantes :

- (i) un *droit direct* détenu au moyen d'un compte distinct non-fongible et *retraçable jusqu'aux titres sous-jacents* détenus par l'intermédiaire ou par le conservateur ;
- (ii) un simple *droit contractuel (mere contractual right)*, visant la livraison d'une quantité donnée de titres ;
- (iii) un *droit de copropriété ou un droit patrimonial équivalent* dans une masse de titres confondus détenus par l'intermédiaire ou le conservateur pour le compte de ses clients ; ou
- (iv) *un droit de copropriété dans un ensemble notionnel* de titres ou une *catégorie spéciale de droit de propriété* créée par la loi qui en définit les caractéristiques.

L'objet de la Convention proposée n'est pas de modifier ces différentes catégories ou de les harmoniser en modifiant l'analyse des règles du droit matériel concerné.

¹⁰⁰ ROGERS, *op. cit.* (note 94), p. 1456-1457.

¹⁰¹ Se reporter à U.C.C. 2000, *op. cit.* (note 46), p. 659-660.

¹⁰² Le 15 septembre 2000, 49 états, le district de Columbia ainsi que Porto Rico avaient adopté l'art. 8 (1994). On s'attend à ce que la Caroline du Sud et les îles Vierges américaines l'adoptent également au cours de l'an 2001. Finalement, il peut être intéressant de signaler que les institutions suivantes se sont prononcées en faveur de l'art. 8 (1994) : Securities and Exchange Commission; Federal Reserve Bank of New York; American Society of Corporate Secretaries; American Stock Exchange; DTC; Investment Company Institute; National Association of Securities Dealers; National Securities Clearing Corporation; New York Clearing House; New York Stock Exchange; Securities Industry Association. On peut consulter à ce sujet le site Internet de la Uniform Law Commission (à l'adresse suivante : http://www.nccusl.org/uniformact_factsheets/uniformacts-fs-ucca8.htm).

La Convention proposée a pour objectif clé l'adoption d'une règle de conflit de lois qui s'appliquera de manière rationnelle et cohérente à tous les modèles décrits ci-dessus.¹⁰³ L'harmonisation des règles de droit matériel relatif à la nature des droits sur des titres détenus par le biais d'intermédiaires constitue une entreprise ambitieuse que la CNUDCI ou UNIDROIT pourraient envisager de mener à bien dans un proche avenir.¹⁰⁴

Nous analyserons dans la partie suivante du présent Rapport les règles de conflit de lois applicables à chacun des types de droit décrits ci-dessus.

¹⁰³ Pour une analyse des conséquences possibles de la Convention proposée sur les deux modèles mentionnés au (i) et au (iii), voir *infra*, p. 46.

¹⁰⁴ Un parallèle peut être tiré à cet égard avec la *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*, OJEC 1998, L 166/45 (la *Directive sur le caractère Définitif du Règlement*). Cette directive, que tous les États membres doivent mettre en œuvre d'ici le 11 décembre 1999, ne vise pas à instaurer une catégorisation uniforme de la nature juridique des droits d'un investisseur dans les valeurs détenues au moyen d'un système de détention indirecte. Elle renferme toutefois une disposition visant à clarifier les règles de droit international privé applicables lorsque des titres sont acceptés en garantie; voir *infra*, p. 48.

PARTIE III :

ANALYSE DES REGLES DE CONFLIT DE LOIS

Introduction

Historiquement, la méthode habituelle adoptée pour déterminer la loi applicable aux questions de droit de propriété, dans le cadre des systèmes classiques de détention directe, a consisté à appliquer la règle de la *lex rei sitae*.¹⁰⁵ Dans le cas de titres au porteur, cette analyse ne posait guère de problème, puisqu'il était logique de considérer qu'un tel titre se trouvait localisé là où étaient situés les certificats au moment où s'effectuait le transfert de propriété.

L'attribution d'un lieu de localisation (*situs*) à des titres nominatifs a un caractère artificiel plus marqué, ce qui a donné lieu à une palette de méthodes plus étendue. Certains pays dans lesquels il n'y avait pas de dématérialisation des titres nominatifs ont continué de considérer le lieu de la localisation du certificat comme facteur déterminant.¹⁰⁶ Une autre analyse consiste à considérer que les titres nominatifs sont situés au lieu où est tenu le registre des propriétaires inscrits.¹⁰⁷ Selon une troisième analyse, les titres sont situés dans l'Etat dans lequel la société émettrice a été constituée.¹⁰⁸

Ce sont les trois analyses qui ont évolué en parallèle avec les systèmes de détention directe de titres. Malgré un certain caractère artificiel, des résultats clairs et satisfaisants ont été obtenus pour les modes de détention directe.

En revanche, l'application des règles actuelles aux systèmes de détention indirecte n'est pas satisfaisante. La principale difficulté réside dans le fait que toute tentative visant à appliquer la méthode traditionnelle aux systèmes de détention indirecte nécessite une approche dite de « transparence » (*look through*) à travers les différents niveaux d'intermédiaires jusqu'à l'émetteur, le registre ou les certificats existants (« l'approche de la transparence – *look-through approach* »). Pour les raisons développées ci-dessous, l'approche de la transparence donne lieu à d'importantes difficultés.¹⁰⁹

Une seconde difficulté (qui découle largement de la première), porte sur l'incertitude relative aux principes de conflit de lois applicables. Afin d'évaluer cette seconde difficulté, un questionnaire préparé par Richard Potok, Expert Juridique auprès du Bureau Permanent, a été distribué à des experts juridiques dans 28 pays.¹¹⁰ Le questionnaire présente un exemple relativement simple de nantissement, de transfert en pleine propriété et de vente de titres détenus de façon indirecte et demande aux experts d'identifier les lois susceptibles d'être appliquées par les tribunaux de leurs pays dans le cadre des questions

¹⁰⁵ Voir *supra*, p. 3.

¹⁰⁶ Cette méthode est susceptible d'être adoptée lorsque l'instrument est considéré comme incorporant les droits de l'investisseur sur les titres, par exemple des instruments négociables.

¹⁰⁷ On peut s'attendre à ce que cette méthode soit utilisée lorsque les droits sur les titres résultent de l'inscription sur un registre, et non de la détention d'un instrument.

¹⁰⁸ Dans ses grandes lignes, le fondement conceptuel de cette approche repose sur le fait qu'une personne morale constitue une fiction juridique, le droit qui la crée doit être appliqué pour déterminer quand et comment les droits à son égard sont valablement transférés. Bien que logique, cette approche met en évidence le caractère hautement artificiel du concept de *situs* dans ce domaine.

¹⁰⁹ Voir *infra*, p. 28 ; pour une description générale de ces problèmes, voir par exemple SCHEFOLD, *op. cit.*, (note 49), p. 469-470.

¹¹⁰ Pour la liste des Etats pris en considération dans le questionnaire, voir l'Annexe B de ce Rapport.

que pourraient soulever le type d'opération évoqué. Ces questions incluent notamment celles relatives à l'opposabilité, au caractère définitif de l'opération et au rang des créanciers. Dans la mesure où les experts n'étaient pas en mesure de répondre avec certitude aux questions, il leur a été demandé d'indiquer la réponse qui leur semblaient la plus probable ainsi que toutes autres réponses qui leurs paraissaient possibles lorsque la loi n'est pas claire sur ces questions. Le texte du questionnaire, un tableau récapitulatif des réponses fournies ainsi que la liste des experts consultés seront présentés à la réunion des experts comme Document de Travail N° 1 soumis par l'expert juridique auprès du Bureau Permanent. Certains de ces tableaux récapitulant les réponses données aux questionnaire tiennent compte des cas de figure de la Section 3 ci-dessous.

Section 1 — L'« approche de la transparence »

Lorsque les titres sont détenus dans des *comptes de titres non-fongibles (non fungible accounts)*,¹¹¹ dans lesquels ces titres attribuables aux clients individuels d'un intermédiaire sont identifiées de manière distincte et créditées à des sous-comptes distincts dans les livres de l'intermédiaire, le recours à l'« approche de la transparence » demeure logique. Dans un tel cadre, chaque intermédiaire est « transparent » et les droits de l'investisseur sont inscrits à chaque niveau jusqu'à celui du registre de l'émetteur. Il convient donc de considérer que le droit de l'investisseur est situé au lieu désigné par l'approche classique, soit celui du registre de l'émetteur.¹¹²

La situation est assez différente, lorsque les titres sont détenus dans des *comptes de titres fongibles (comptes généraux - omnibus accounts)*. Dans ce système, il n'y a aucune inscription des droits d'un investisseur individuel sur les titres au niveau du registre de l'émetteur, ou de tout intermédiaire autre que celui avec lequel l'investisseur a un lien direct. Ainsi, si l'investisseur ou une autre personne, par exemple le bénéficiaire d'une sûreté, revendiquait son droit sur les titres et essayait de faire valoir son droit envers un intermédiaire d'un niveau supérieur, on lui opposerait qu'à chacun de ces niveaux, il n'existe aucune inscription permettant de fonder une action relative aux droits de l'investisseur.¹¹³ *La seule inscription des droits de l'investisseur se trouve dans les livres de l'intermédiaire avec lequel l'investisseur a un lien direct, l'intermédiaire direct de l'investisseur.* Ce problème démontre que toute tentative d'appliquer « l'approche de la transparence » à une structure de conservation de titres fongibles va à l'encontre du principe généralement admis en matière de conflit de lois selon lequel la compétence en matière d'actes de disposition sur des biens meubles devrait en général être celle du pays dans lequel les décisions relatives à ces biens sont susceptibles d'être exécutées.¹¹⁴

¹¹¹ Voir *supra*, p. 10 pour la terminologie utilisée.

¹¹² Dans les pays où le certificat émis sur la base d'un titre inscrit est considéré comme un « titre de propriété » (*document of title*) (c'est-à-dire le certificat représentatif du droit de l'investisseur), la localisation du droit de l'investisseur dans une « structure transparente » dépendra de la localisation du certificat.

¹¹³ Voir par exemple *Fidelity Partners, Inc. v. First Trust Co.*, 1997 U.S. Dist. LEXIS 19287, N° 97 Civ. 5184, 1997, WL 752725 (S.D.N.Y., le 5 décembre 1997). Dans cette affaire, un créancier dont le droit a été reconnu en justice voulait obtenir exécution à l'encontre de droits sur des obligations détenues par le débiteur dans le cadre d'un système de détention indirecte ; les obligations étaient payables à New York mais les droits du débiteur n'étaient inscrits que dans les livres d'un intermédiaire se trouvant à l'étranger (aux Philippines). Le tribunal a refusé d'ordonner l'exécution à New York. Les revendications de cette nature sont souvent désignées sous le terme de « saisie au niveau supérieur » (« *upper-tier attachment* »). La question de savoir si une telle revendication a une chance de succès dépendra des règles de droit matériel du pays dans lequel l'action en revendication est déposée. Bien que la possibilité d'une saisie au niveau supérieur puisse poser un problème qui devrait être abordé dans certains pays, en tant que problème relevant des règles de droit matériel, il ne fait pas l'objet de la Convention proposée.

¹¹⁴ Voir JOANNA BENJAMIN, *Determining the situs of Interests in Immobilised Securities*, ICLQ 1998 (vol. 47), p. 923-934.

L'« approche de la transparence » engendre également de graves *problèmes pratiques*.¹¹⁵ Il est très courant, dans le marché actuel, que des investisseurs donnent en garantie des droits sur un portefeuille diversifié de titres émis dans divers pays. « L'approche de la transparence » oblige alors le bénéficiaire de la sûreté à se conformer en matière d'opposabilité aux exigences d'une multitude de droits différents pour chacune de ces transactions.¹¹⁶ De plus, dans bien des pays, on ne sait pas avec certitude quelle est la loi applicable lorsqu'on a recours à l'approche de la transparence – est-ce la loi du lieu où se trouve l'émetteur, le registre ou encore les titres sous-jacents ?¹¹⁷ Finalement, même lorsque le bénéficiaire de la sûreté sait quel est le critère de rattachement approprié, il lui est souvent impossible d'obtenir les renseignements permettant d'établir avec précision comment l'appliquer. Ainsi, même si on pouvait affirmer que le critère approprié est celui du lieu de localisation du certificat, cela ne permettra pas nécessairement à l'investisseur détenant des titres par le biais de divers niveaux d'intermédiaires de découvrir où le DCT local peut bien entreposer ses titres.¹¹⁸

Les incertitudes relatives à la méthode à adopter et aux conséquences de « l'approche de la transparence », si tant est qu'elle s'applique, entraînent une dépense significative pour les acteurs du marché (y compris les constituants des sûretés parce que la dépense relative aux recherches concernant les conditions d'opposabilité à remplir sera probablement imputée sur eux par les bénéficiaires de la sûreté). De plus, dans la mesure où la position, dans de nombreux cas, ne pourra pas être déterminée de manière satisfaisante, il reste un facteur de risque qui, vu les sommes en jeu et vu l'identité et l'importance des institutions financières impliquées, peut être prudemment assimilé à une sorte de risque *systémique*. En conséquence, l'accord sur une convention qui réglerait uniformément et rationnellement ces questions apporterait de nombreux avantages aux acteurs du marché ainsi qu'à l'ensemble du secteur financier.

Il est donc nécessaire de développer une nouvelle méthode qui tienne compte de l'existence du système de détention indirecte et qui respecte le principe juridique voulant que la loi applicable aux questions patrimoniales soit la loi du lieu où l'élément constitutif du titre est détenu et où, par conséquent, les décisions relatives à la propriété sont susceptibles d'exécution. Dans les systèmes de détention indirecte fondés sur des comptes de titres fongibles, l'intermédiaire avec lequel l'investisseur a un lien direct est dépositaire du titre et il sera fait mention dans les livres de cet intermédiaire direct de tous les actes de disposition faits par l'investisseur au profit du créancier bénéficiaire d'une garantie ou d'un acheteur. Cela suppose une approche axée sur le droit du lieu où se trouve cet intermédiaire. On désigne désormais cette approche comme « le lieu de l'intermédiaire direct (concerné) ou PRIMA, (the « place of the relevant intermediary approach »). Avant de décrire les principaux éléments de cette approche, il convient de traiter brièvement les cas où l'investisseur a uniquement des droits contractuels (contractual rights) à l'encontre de l'intermédiaire.

¹¹⁵ Au sujet des problèmes pratiques ici décrits, se reporter par exemple à GUYNN, *op. cit.* (note 5), p. 27 à 29.

¹¹⁶ R. POTOK / M. MOSHINSKY, Cross-Border Collateral: A Conceptual Framework for Choice of Law Situations, *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 15 ; REBER, *op. cit.* (note 31), p. 15 à 17 ; SCHEFOLD, *op. cit.* (note 49), p. 470. On pourrait également ajouter qu'un investisseur devra de nouveau faire une recherche à chaque fois qu'il ajoutera des titres dans son portefeuille ou les remplacera par d'autres, GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 60.

¹¹⁷ Voir *Macmillan Inc. v Bishopsgate Investments Trust plc* (No 3) [1996] 1 WLR 387, ainsi que les commentaires de POTOK / MOSHINSKY, *op. cit.* (note 116), p. 15.

¹¹⁸ Pour les difficultés d'ordre pratique auxquelles doit faire face un investisseur dont l'identité est seulement enregistrée dans les livres de son intermédiaire directe, se reporter en particulier à JAMES STEVEN ROGERS, *Of Normalcy and Anomaly: Thoughts on Choice of Law for the Indirect Holding System*, *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, septembre 1998, p. 47 à 51.

Section 2 — Créances personnelles ou contractuelles

Si un investisseur ne détient que des *droits contractuels* à l'encontre de son intermédiaire visant la livraison de titres d'une quantité et d'une nature déterminée, l'investisseur ne dispose alors que d'une créance ou d'un droit personnel contre l'intermédiaire direct et n'a aucun droit patrimonial sur des titres. Dans un contexte purement contractuel, il ne semble plus adéquat de renvoyer à la « *lex rei sitae* ». ¹¹⁹ La loi applicable doit plutôt être déterminée par référence aux principes de conflit de lois applicables en matière contractuelle. Nous soutenons dans le présent Rapport que ces principes conduiraient dans la plupart des cas ¹²⁰, malgré une approche et une terminologie différentes, à l'application de la loi de l'intermédiaire (que ce soit en fonction du critère de « la prestation caractéristique », des « liens les plus étroits » ou de la « *proper law* »). En d'autres termes, la loi applicable dans un tel cas est réputée être la loi du lieu du siège/succursale de l'intermédiaire à l'encontre duquel on peut faire valoir la créance.

Le résultat de l'analyse faite ici est similaire à celle de PRIMA en ce qu'elle conduit à retenir la loi de l'Etat dans lequel se trouve le siège/succursale où sont tenus les comptes représentatifs de la créance. Cela n'aura toutefois probablement guère d'importance en pratique puisque cette approche contractuelle est rarement adoptée en raison des problèmes susmentionnés. ¹²¹

Section 3 — Le « lieu de la situation de l'intermédiaire direct (concerné) » (PRIMA)

Comme nous le décrirons plus tard, certains pays ont déjà adopté PRIMA comme règle de conflit de lois à appliquer aux aspects patrimoniaux des opérations de constitution de sûreté. Par ailleurs, d'autres pays envisagent actuellement d'adopter la même approche. Avant d'examiner ces développements législatifs, il semble approprié, dans un premier temps, de montrer comment PRIMA fonctionnerait en pratique par référence à certains cas de figure hypothétiques et, dans un deuxième temps, d'examiner plus en détail les points clés de PRIMA.

I. Généralités

Dans les systèmes de détention indirecte, les livres de l'intermédiaire direct dans lesquels seront reportées les écritures relatives aux nantissements ou aux transferts de propriété à titre de garantie jouent un rôle essentiel. Ainsi, le lieu où est situé cet intermédiaire constitue la « localisation » la plus envisageable du droit nanti ou transféré. Que PRIMA ne constitue qu'une version améliorée du principe de la *lex rei sitae* en vue de l'adapter aux nouvelles réalités du marché, ou qu'elle doive être considérée comme un nouveau concept, n'a en fin de compte pas de réelle importance. ¹²² Ce qui importe, c'est la sécurité juridique et la prévisibilité qu'apporte cette solution, puisque la recherche du *situs* aboutit

¹¹⁹ Se reporter toutefois à GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 57.

¹²⁰ Il y a cependant des exceptions : à titre d'exemple, en Ontario, la loi applicable aurait été celle du domicile du constituant.

¹²¹ Voir *supra*, p. 20.

¹²² Voir toutefois GOODE, *op. cit.* (note 31), p. 26, qui soutient qu'il est préférable de traiter PRIMA comme une règle autonome plutôt que comme une extension du principe traditionnel de la *lex rei sitae*.

toujours à l'intermédiaire sur les livres duquel le nantissement ou le transfert est mentionné.¹²³

Le principal avantage de cette approche est qu'elle assujettit la totalité des droits d'un investisseur sur un portefeuille de titres au droit d'un seul territoire, même lorsque les émetteurs et certificats attestant les titres sous-jacents se trouvent dans de nombreux pays différents. Les parties à une transaction peuvent alors déterminer à l'avance, avec certitude et sans engager des frais excessifs, les règles de droit matériel du pays qui régira leurs droits et obligations.¹²⁴

II. L'application de PRIMA et comment identifier l'intermédiaire concerné – une analyse effectuée sur la base de quatre cas de figure

Afin d'illustrer comment PRIMA fonctionne et en particulier, quel intermédiaire peut être considéré comme étant l'intermédiaire « concerné », nous envisagerons quatre variations au cas de figure décrit à la Partie I, Section 3 et illustrés schématiquement dans le Schéma A ci-dessus :¹²⁵

Un Investisseur Australien détient des titres correspondant à 500.000 actions d'Illinois Inc. à travers son intermédiaire, la Banque française. La Banque française est elle-même titulaire de droits par l'intermédiaire de DCTI européen, lequel est titulaire des droits par l'intermédiaire du Sous-Conservateur Californien, lequel est titulaire des droits par l'intermédiaire de DTC. Les titres sont inscrits au registre conservé par NJ Registrar au New Jersey au nom des prête-nom de DTC, Cede & Co. Les certificats papiers matérialisant les actions d'Illinois Inc. sont conservés par DTC dans un coffre-fort en Pennsylvanie.

L'Investisseur Australien désire lever des fonds avec les actions d'Illinois Inc. qui doivent être remises en garantie de ce prêt. Nous allons étudier quatre variantes possibles pour ce type de situation. Les trois premières variantes envisageront la situation dans laquelle l'Investisseur australien demande un prêt à la Banque londonienne, une banque d'investissement internationale constituée au Royaume-Uni et située à Londres. Dans la quatrième variante, l'Investisseur australien demande un prêt à son intermédiaire direct, la Banque française.

¹²³ Pour l'essentiel, cette position a également été adoptée dans le traité DICEY & MORRIS, *op. cit.* (note 10), où l'on peut lire à la Règle 118, note 24-064 : « Si l'on admet que toutes les parties à la transaction s'attendent à ce que l'investisseur ait un droit patrimonial qu'il lui est loisible en principe de céder, et que les règles de droit international privé devraient autant que possible satisfaire à cette attente raisonnable, la position la meilleure [c'est-à-dire meilleure que d'appliquer l'art. 12 de la Convention de Rome ou les règles classiques de droit international privé de la common law] consisterait à dire que les droits patrimoniaux de l'investisseur se situent au lieu où est tenu son compte auprès du dépositaire, et que le droit qui régit les opérations relatives à ces droits est le droit régissant les relations avec le courtier. Ce droit, en vertu duquel les droits de l'investisseur ont pris naissance, sera souvent la *lex situs* des droits dont l'investisseur dispose à l'encontre du courtier. Pour les besoins des présentes, nous soutenons que les règles de droit international privé conçues au dix-neuvième siècle à l'égard de la cession de polices d'assurance-vie et de droits en fiducie (trust) ne devraient pas être appliquées sans discernement à la cession de biens d'un type, et selon un mode, alors inconnus ». [note omise]

Les références dans ce passage au « dépositaire » et au « courtier » ne sont peut-être pas explicites. Toutefois, il semble assez clair dans le contexte dans lequel le passage cité apparaît que les deux termes se réfèrent à l'intermédiaire auprès duquel l'investisseur tient le compte (peu avant le passage cité, on fait référence aux investisseurs tenant un compte auprès « d'un intermédiaire ou d'un courtier »). Voir également JOANNA BENJAMIN, *op. cit.* (note 114).

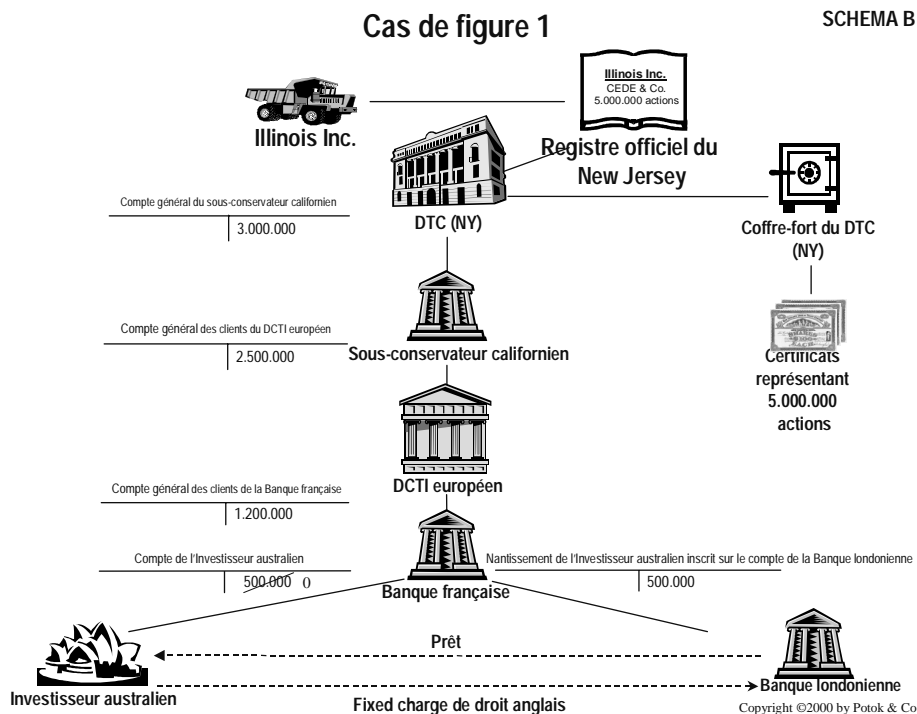
¹²⁴ GUYNN / MARCHAND, *op. cit.* (note 13), p. 61.

¹²⁵ Voir *supra*, p. 14 et s.

A. Cas de figure 1 – Les titres donnés en garantie font l’objet d’un nantissement et le constituant aussi bien que le créancier bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais du même intermédiaire

Dans le premier exemple, London Bank (le bénéficiaire de la sûreté) détient des droits se rapportant aux titres par le biais du même intermédiaire que l'Investisseur Australien (le constituant de la sûreté), c'est-à-dire la Banque française.

L'Investisseur Australien nantit ses actions d'Illinois Inc. au profit de London Bank, dont les aspects contractuels sont régis par la loi anglaise. Comme l'on peut le voir ci-dessous, le nantissement est inscrit par la Banque française par un débit du « compte de l'Investisseur Australien » concernant les 500.000 actions d'Illinois Inc. et un crédit correspondant au « compte de nantissement de l'Investisseur Australien au profit de London Bank ». Le nantissement n'entraîne aucune modification ni dans les livres du DCTI européen ni dans ceux du Sous-Conservateur Californien ou de DTC.



Après avoir constitué le nantissement en faveur de London Bank, l'Investisseur Australien conclut aussi un acte de nantissement des mêmes 500.000 actions d'Illinois Inc. en faveur de la Banque italienne. Le deuxième nantissement est valable en vertu de la loi italienne (qui est la loi régissant l'acte de nantissement choisi par l'Investisseur Australien et la Banque italienne).

C'est alors qu'une procédure collective est ouverte en Australie à l'encontre de l'Investisseur Australien devenu insolvable. Le liquidateur demande au tribunal australien de décider s'il doit considérer les nantissements constitués en faveur de London Bank et de la Banque italienne comme valables et, si c'est le cas, de décider de leur rang entre eux. Afin de statuer sur ces

questions, le tribunal compétent en matière de faillite devra déterminer la loi applicable aux aspects patrimoniaux de l'opération.¹²⁶

Dans ce premier cas de figure, PRIMA aurait pour conséquence de désigner la loi française comme applicable aux questions patrimoniales telles que l'opposabilité et le rang, c'est-à-dire la loi de la Banque française qui est l'intermédiaire dans les livres duquel le nantissement a été inscrit.

B. Cas de figure 2 – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par de le biais d'intermédiaires différents

Dans cet exemple, London Bank, le bénéficiaire de la sûreté, ne détient pas ses droits sur les titres d'Illinois Inc. par l'intermédiaire de la Banque française, mais plutôt par un autre intermédiaire, Swiss Bank, constituée en Suisse et située à Zurich. Swiss Bank détient un compte intitulé « Compte général de la clientèle » ouvert dans les livres du DCTI européen chez qui elle détient des actions d'Illinois Inc. pour un total de 100.000 pour le compte de ses clients.

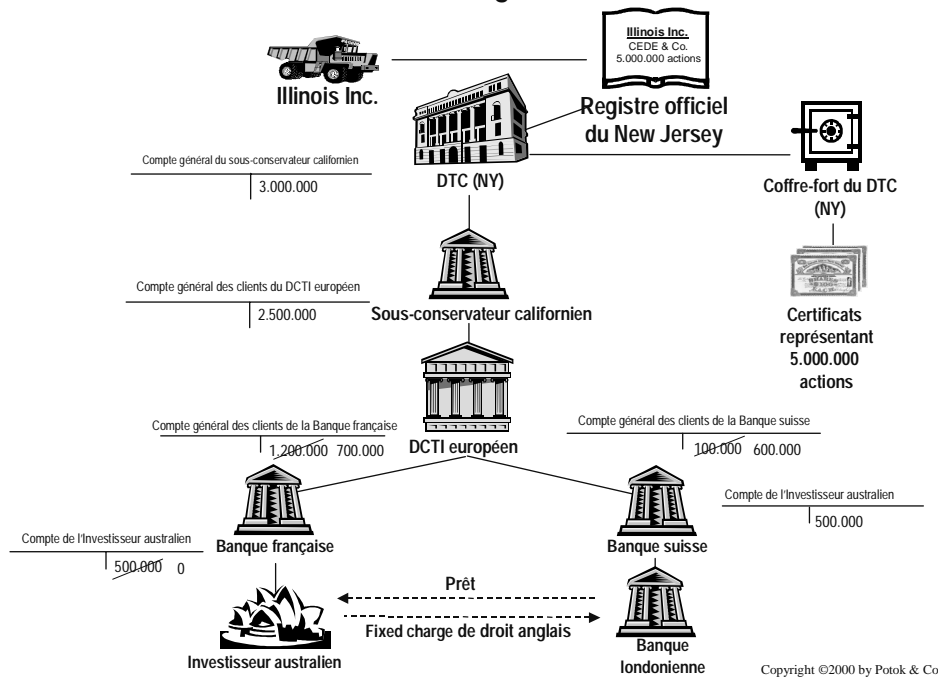
Lorsque l'Investisseur Australien dépose sa demande de prêt, la London Bank exige que l'Investisseur Australien transfère ses droits se rapportant aux actions d'Illinois Inc. à Swiss Bank, et que le nantissement soit inscrit dans les livres de la Swiss Bank. En inscrivant les titres auprès de son intermédiaire habituel, London Bank évite une prise de risque sur la Banque française, et notamment les conséquences possibles d'une erreur, d'une malversation ou d'une insolvabilité de cette dernière (ou encore l'influence que l'Investisseur Australien peut exercer sur la Banque française).

Ainsi, comme l'illustre le schéma ci-dessous, *avant* la constitution du nantissement, les droits de l'Investisseur Australien relatifs aux 500.000 actions d'Illinois Inc. sont débités du « compte de l'Investisseur Australien » ouvert dans les livres de la Banque française et sont crédités sur le « compte de l'Investisseur Australien » ouvert dans les livres de Swiss Bank.

¹²⁶ Cette question s'ajoute à celle de savoir si la validité du nantissement peut être annulée en vertu de loi sur la faillite australienne, par exemple s'il constitue un droit de préférence illicite. Ainsi qu'il a été expliqué plus haut, la Convention n'a pas pour objectif d'aborder les règles relatives à la faillite, voir *supra*, p. 8.

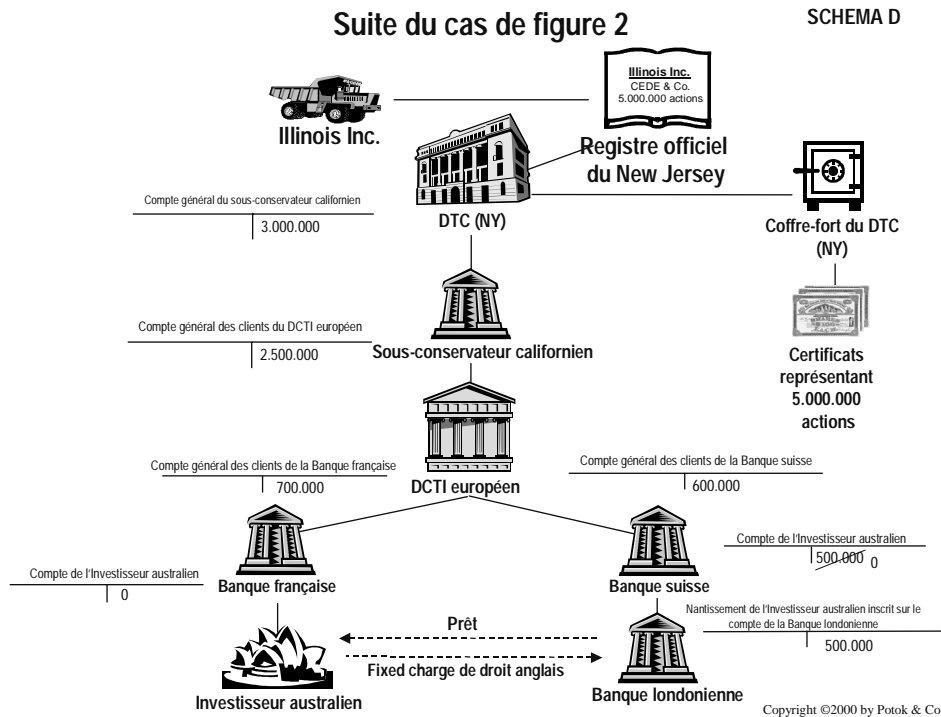
Cas de figure 2

SCHEMA C



Le virement des 500.000 actions d'Illinois Inc. de la Banque française à Swiss Bank se traduira par un débit dans les livres du DCTI européen du « compte général de la clientèle de la Banque française » (ce qui réduit le solde de 1,2 million à 700.000) et d'un crédit correspondant au « compte général de la clientèle de Swiss Bank » (ce qui a pour effet de faire passer ce solde de 100.000 à 600.000).

L'Investisseur Australien nantit ses droits attachés aux actions d'Illinois Inc. au profit de London Bank selon les termes d'un acte de nantissement régi par la loi anglaise. Comme l'illustre le schéma ci-dessous, le nantissement se traduit dans les livres de Swiss Bank par un débit inscrit au « compte de l'Investisseur Australien » pour un total de 500.000 actions d'Illinois Inc. et un crédit correspondant au nouveau « compte nanti de l'Investisseur Australien au profit de London Bank ». Le nantissement n'entraîne aucun changement dans les livres du DCTI européen (parce que ces deux comptes sont tenus à Swiss Bank et il n'y a pas de changement sur le « compte de clients général de Swiss Bank ») ou dans les livres du Sous-Conservateur Californien ou DTC.



Après avoir signé le contrat de nantissement en faveur de London Bank, l'Investisseur Australien conclut un nouvel acte de nantissement portant sur les 500.000 actions d'Illinois Inc. avec la Banque italienne. Le deuxième nantissement est valable en vertu de la loi italienne (la loi choisie par l'Investisseur Australien et la Banque italienne dans leur acte de nantissement).

C'est alors que l'Investisseur Australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer s'il doit considérer que les nantissements constitués au profit de London Bank et de la Banque italienne sont valables et, dans l'affirmative, de déterminer leur rang.

Dans ce deuxième cas de figure, en vertu de PRIMA, les questions de droit *patrimonial* telles que l'opposabilité du droit portant sur les actions de Illinois Inc. constitués au profit de London Bank, ainsi que le rang de London Bank par rapport au rang de la Banque italienne, seront régies par le droit suisse, à savoir la loi de la Swiss Bank, l'intermédiaire dans les livres duquel le nantissement est inscrit.¹²⁷

C. 3^{ème} cas de figure – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un transfert en pleine propriété et le constituant et le bénéficiaire de la sûreté détiennent leurs droits par le biais d'intermédiaires différents

Les faits sont les mêmes que dans le deuxième cas de figure, sauf qu'au lieu d'avoir recours à la technique du nantissement, l'Investisseur Australien, en contrepartie d'un prêt, transfère à London Bank la propriété des 500.000 actions d'Illinois Inc. selon les

¹²⁷ Ce scénario était envisagé par les experts dans les 28 pays étudiés par l'Expert Juridique auprès du Bureau Permanent. Au travers des résultats de l'étude, on peut noter l'état de confusion qui existe dans le droit actuel de nombreux pays. La multitude des réponses probables et possibles dans l'état du droit actuel sont exposées dans le cas de figure schématique n°1 (opposabilité) et dans le cas de figure n°2 (ordre de priorité entre les créanciers) figurant à l'Annexe B de ce Rapport.

modalités d'un contrat régi par la loi anglaise. Conformément au contrat de cession de titre, London Bank s'engage à restituer des actions de même nature lorsque le prêt sera remboursé.

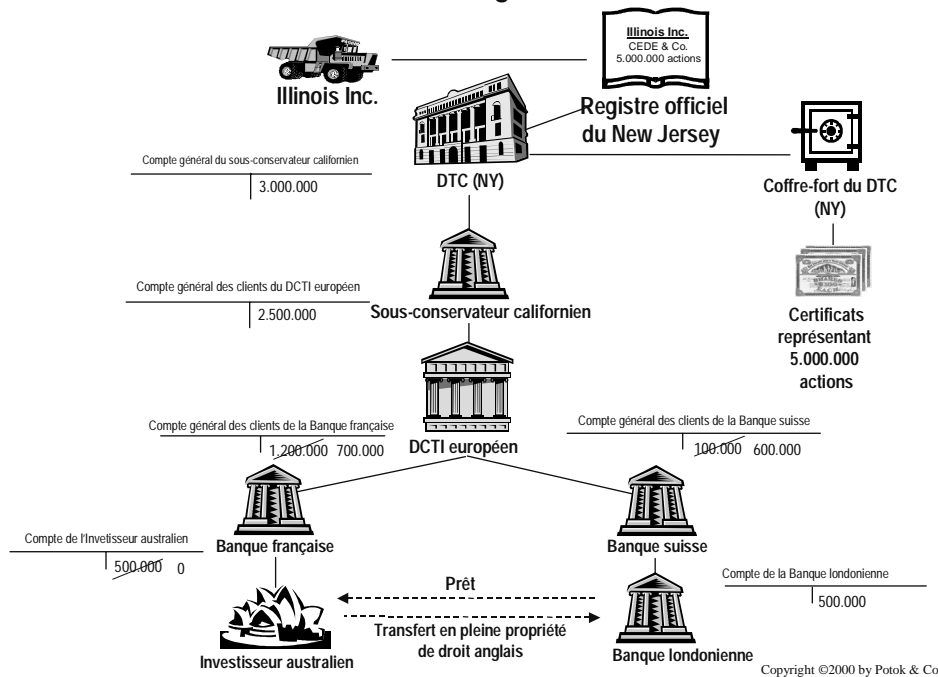
Avant la remise en pleine propriété, les droits de l'Investisseur Australien se rapportant aux actions d'Illinois Inc. apparaissaient au crédit du « compte de l'Investisseur Australien » ouvert dans le livre de son intermédiaire, la Banque française. Cette remise se matérialise par un débit du « compte de l'Investisseur Australien » ouvert dans les livres de la Banque française pour un total de 500.000 actions d'Illinois Inc. et un crédit correspondant au « compte London Bank » ouvert dans les livres de l'intermédiaire de London Bank, Swiss Bank. Cette modification se traduira dans les livres du DCTI européen par un débit du « compte général de la clientèle de la Banque française », ce qui entraîne une diminution des droits attachés aux actions d'Illinois Inc., qui passent de 1,2 million à 700.000. Un montant équivalent de titres est porté au crédit du « compte général de la clientèle de Swiss Bank » dans le livre du DCTI européen, de sorte que le solde d'actions d'Illinois Inc. s'accroît et passe de 100.000 à 600.000. Le nantissement n'entraîne aucun changement dans le livre du Sous-Conservateur Californien ou de DTC.

Après avoir signé l'ordre de mouvement portant sur la cession de titres, mais avant la finalisation des écritures en faveur de London Bank (par les inscriptions en comptes appropriées), l'Investisseur Australien conclut aussi un autre acte de nantissement des mêmes 500.000 actions d'Illinois Inc. en faveur de la Banque italienne. Le nantissement est valable selon les principes du droit matériel italien, la loi choisie par les parties pour régir l'acte de nantissement. Postérieurement à la conclusion de l'acte de nantissement par l'investisseur Australien, la remise en pleine propriété de titres est formalisée par les inscriptions en compte nécessaires.

C'est alors que l'Investisseur Australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer sur les points suivants : (i) doit-il considérer que les nantisements faits au profit de la Banque italienne sont valables ? (ii) London Bank doit-elle être considérée comme ayant acquis un droit valable et opposable aux tiers ? et (iii) si la réponse à chacune des questions précédentes est positive, doit-on considérer les droits de London Bank comme subordonnés au nantissement constitué au profit de la Banque italienne ?

Cas de figure 3

SCHEMA E



Cet exemple est plus complexe que les deux premiers cas de figure parce que les droits de l'Investisseur Australien ne sont pas cédés directement à London Bank puisque l'Investisseur Australien ne détient pas ses droits par le même intermédiaire que London Bank (contrairement au deuxième cas de figure, dans lequel les droits de l'Investisseur Australien sont crédités dans un compte ouvert dans les livres de Swiss Bank, dont l'investisseur Australien est titulaire, avant que le nantissement au profit de London Bank soit constitué). Au lieu de cela, l'Investisseur Australien donne l'ordre à son intermédiaire, la Banque française, de céder les droits sur les titres faisant partie de la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de sa clientèle par l'intermédiaire du DCTI européen en vue de le créditer au compte de Swiss Bank (à savoir le compte général de la clientèle de Swiss Bank). Swiss Bank reçoit l'ordre du DCTI européen de créditer le compte de London Bank ouvert dans ses livres. Il en résulte que l'Investisseur Australien cesse d'avoir des droits sur la masse de titres (réduite) de la Banque française détenus pour le compte de la clientèle de celle-ci et London Bank obtient des droits sur l'augmentation de la masse de titres (augmentée) détenus pour le compte de la Swiss Bank.

En vertu de PRIMA, tout ce qui concerne les droits patrimoniaux à chacune des trois étapes de ce processus de cession sera régi par une loi différente :

- La question de savoir si London Bank acquiert un droit valable sur la masse des titres détenus par la Swiss Bank pour le compte de sa clientèle relève du droit suisse, la loi du lieu de Swiss Bank, l'intermédiaire auprès duquel sont comptabilisés les droits sur cette masse de titres.
- La question de savoir si les droits de l'Investisseur Australien sur la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de sa clientèle sont valablement éteints relève de la loi française, en tant que loi de la Banque française, intermédiaire dans les livres duquel les droits de l'Investisseur Australien sont inscrits.
- La question de savoir si la quote-part des droits de la Banque française sur la masse de titres des participants du DCTI européen a été cédée valablement à Swiss Bank relève de la loi du lieu du DCTI européen,

l'intermédiaire dans les livres duquel sont comptabilisés les droits de la Banque française et de Swiss Bank.

On pourrait se demander si, en droit français, les droits de l'Investisseur Australien ont été valablement éteints et si, selon la loi du DCTI européen, les droits de la Banque française ont été valablement cédés à Swiss Bank. Toutefois, relèvera de la loi du DCTI européen la question de savoir si un vice, tel que défini par le droit français, affectant le premier élément de la transaction se répercutera sur le deuxième élément au point de le remettre en cause ou de l'annuler. Relèvera de la loi suisse la question de savoir si un vice¹²⁸ affectant le deuxième élément en vertu de la loi du DCTI européen, se répercutera sur le troisième élément au point de le remettre en cause ou de l'annuler. Cette analyse est plus ou moins analogue à l'analyse des transferts de fonds internationaux, qui se traduisent la plupart du temps par des transferts de comptes à comptes d'une ou de plusieurs banques correspondantes agissant pour le compte du donneur d'ordre et du bénéficiaire ultime dans l'ordre de virement.¹²⁹

D. 4^{ème} cas de figure – Les titres donnés en garantie font l'objet d'un nantissement et le constituant de la sûreté détient ses droits par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté agissant en tant qu'intermédiaire

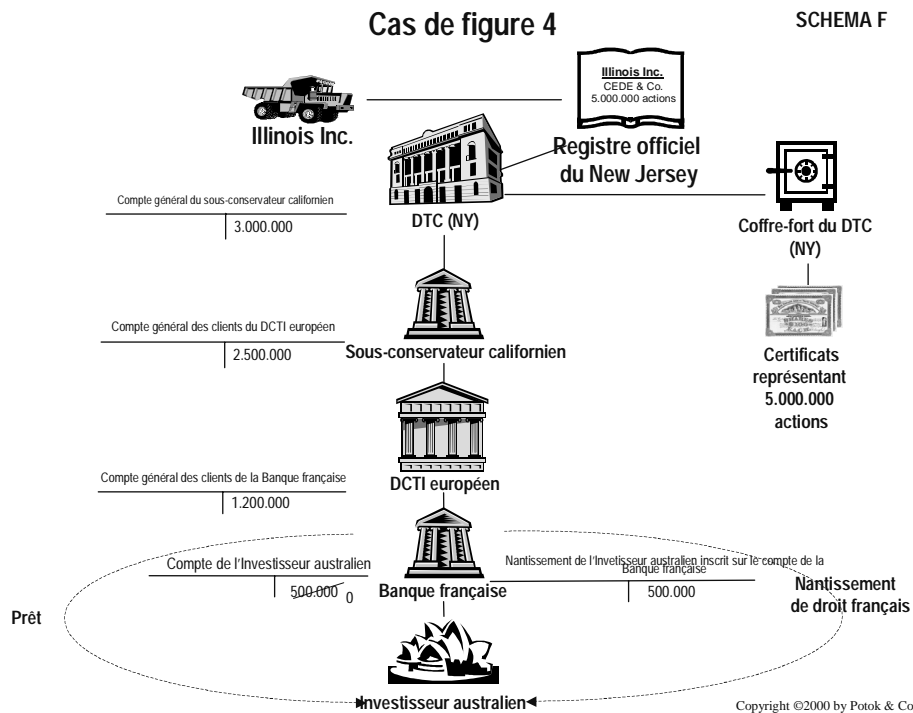
Enfin, nous examinons la situation où l'Investisseur Australien demande à son intermédiaire, la Banque française, d'accorder un prêt garanti par un nantissement portant sur les droits se rapportant aux actions d'Illinois Inc.

L'Investisseur Australien constitue un nantissement sur 500.000 actions d'Illinois Inc. régis par la loi française. Comme l'on peut le voir dans l'illustration au schéma ci-dessous, le nantissement est inscrit par la Banque française par un débit au « compte de l'Investisseur Australien » concernant les 500.000 actions d'Illinois Inc. et un crédit correspondant au « compte nanti de l'Investisseur Australien en faveur de la Banque française ». Le nantissement n'entraîne aucune modification ni dans les livres du DCTI européen, ni du Sous-Conservateur Californien ou de DTC.

¹²⁸ Y compris, le cas échéant, un vice survenant du fait que cette loi considère que le vice affectant le premier élément, en vertu du droit français, se répercutera sur le deuxième élément.

¹²⁹ Ce scénario était également envisagé par les experts dans les pays étudiés par l'Expert Juridique auprès du Bureau Permanent. Les réponses probables et possibles dans l'état du droit actuel sont exposées dans le cas de figure schématique n°3 (réalisation du transfert - *completion of transfer*) et dans le cas de figure n°4 (transfert soumis à un nantissement) figurant à l'Annexe B de cet Rapport.

Les experts ont également envisagé la situation où les titres sont transférés tant par le moyen d'une vente plutôt que par une remise en garantie. Bien que l'on aurait pu penser que les réponses portant sur la loi applicable soient les mêmes indépendamment du fait que le transfert soit à titre de garantie ou pour une vente pure et simple, ceci n'est pas le cas. Les résultats sont exposés dans le cas de figure schématique n°5 (réalisation du transfert) et dans le cas de figure n°6 (transfert soumis à un nantissement) figurant à l'Annexe B de ce Rapport. Pour un exemple où différents critères s'appliquent au transfert de propriété aux fins de sûreté et à la vente pure et simple, voir l'analyse de la loi suisse, *infra*, p. 55 et s.



Après avoir constitué un nantissement en faveur de la Banque française, l'Investisseur Australien conclut un autre acte de nantissement portant sur les mêmes 500.000 actions d'Illinois Inc. en faveur de la Banque italienne. Le deuxième nantissement est soumis au droit matériel italien (la loi choisie par l'Investisseur Australien et la Banque italienne dans leur acte de nantissement).

C'est alors que l'Investisseur Australien tombe en faillite en Australie. Le liquidateur demande au tribunal australien de statuer sur la validité des nantissemements constitués au profit de la Banque française et de la Banque italienne et, au cas où les deux nantissemements seraient retenus comme valables, de décider de leur rang.

Dans ce quatrième cas de figure, en vertu de PRIMA, les questions patrimoniales, comme par exemple celle concernant l'opposabilité du nantissement en faveur de la Banque française portant sur les actions de l'Investisseur Australien et celle visant à établir si la Banque française prime la Banque italienne, seraient régies par la loi française, c'est-à-dire la loi de la Banque française, intermédiaire dans les livres duquel les droits de la Banque française sont inscrits. Il convient de noter que, dans ce cas de figure, la Banque française agit à la fois comme intermédiaire et bénéficiaire de la garantie. Le nantissement est inscrit dans ses livres.¹³⁰

¹³⁰ De prime abord, il semblerait que, dans cet exemple, PRIMA viserait la loi du DCTI européen, l'intermédiaire de la Banque française détenant les titres. Toutefois, ce point de vue ne tient pas suffisamment compte des droits particuliers que la Banque française acquiert dans le cas d'espèce, à savoir un droit de copropriété sur la masse des titres qu'elle détient pour le compte de ses clients – un droit qui est inscrit dans ses livres et non dans les livres du DCTI européen.

L'analyse serait la même si la transaction consistait en une cession de titres de l'Investisseur Australien au profit de la Banque française. Similairement, les droits qui seraient cédés ici seraient les droits de l'Investisseur Australien sur la masse de titres détenus par la Banque française pour le compte de ses clients. Les droits sont inscrits dans les livres de la Banque française et non pas dans ceux du DCTI européen.

III. Où est situé l'intermédiaire concerné ?

Une fois l'intermédiaire concerné *identifié*, il reste encore à déterminer le lieu où est situé cet intermédiaire pour les besoins de PRIMA.

Il convient, dans un premier temps, de distinguer le lieu de l'*intermédiaire*, c'est-à-dire son établissement et le lieu où sont conservées les « données électroniques » de l'intermédiaire. Les données électroniques peuvent, en effet, être conservées dans un système informatique situé dans un autre pays, voire dans plusieurs pays à la fois; ou, si l'on a recours à *un réseau électronique*, il peut même être impossible de situer le lieu de conservation des données en un lieu unique. C'est pourquoi il semble important de prévoir, dans la Convention proposée, que le lieu de l'intermédiaire ne se confond pas avec le lieu de localisation des moyens techniques permettant la tenue des comptes dans le cadre d'un système de détention indirecte ; le principe posé par la Convention devrait plutôt renvoyer au droit du lieu de l'intermédiaire tenant le compte de l'investisseur.¹³¹ Se pose alors la question suivante : quel est le lieu de l'établissement de l'intermédiaire teneur de compte ?¹³² A titre d'exemple, au cas où la succursale néerlandaise de Swiss Bank interviendrait dans le premier cas de figure ci-dessus, où le lieu de l'intermédiaire se trouverait-il pour les besoins de PRIMA ?

L'un des critères à retenir pour déterminer le lieu de l'intermédiaire pourrait être la *convention d'ouverture de compte* qui régit la relation entre un intermédiaire et ses clients (souvent qualifiée de contrat de conservation) et qui précise l'adresse de l'intermédiaire. Dans un tel cas, cette adresse sera considérée comme le lieu de l'intermédiaire concerné. Cette solution présenterait naturellement l'inconvénient qu'un tiers ne pourrait pas avoir accès à la convention d'ouverture de compte et donc ne pourrait pas connaître l'adresse de l'intermédiaire.

Une autre approche consisterait à retenir l'adresse figurant dans *le relevé de compte le plus récent* transmis par l'intermédiaire à son client. Cette approche offre l'avantage d'être plus accessible à un tiers ; la Banque italienne, dans le cas de figure décrit ci-dessus, demanderait ainsi à se faire remettre les relevés de compte avant la constitution du nantissement sur les titres. Elle saurait ainsi par avance que ses droits sont régis par le droit du lieu de l'adresse mentionnée dans le relevé.

La solution préférable se retrouve peut-être dans l'approche retenue par l'Article 8 de l'UCC et par le projet de Directive européenne relative aux Sûretés Transfrontalières. Cette approche retient une cascade de réponses qui consiste à retenir en priorité l'adresse stipulée dans la convention d'ouverture de compte et, en l'absence de mention d'adresse dans celle-ci, à retenir l'adresse mentionnée dans le relevé de compte ou, le cas échéant, vice versa. Dans les cas extrêmement rares où ni le contrat d'ouverture de compte ni le relevé le plus récent ne mentionne l'adresse de l'intermédiaire, il faudra rechercher une deuxième solution de repli. En pareil cas, le principe devrait être de s'assurer que non seulement l'intermédiaire et tous ses clients, mais également les tiers peuvent se référer à un corps de règles unique et aisément accessible, permettant à chacun de savoir quels sont ses droits et ses obligations. Nous estimons donc que cette deuxième position de repli devrait tenir compte essentiellement de facteurs *juridiques*. Le lieu de localisation de l'intermédiaire pourrait alors être établi par référence à son *siège social* ou par référence

¹³¹ On a, à bon droit, insisté sur ce point lors du colloque d'Oxford, voir POTOK, *op. cit.* (note 8), p. 7, note 15.

¹³² Sur cette question, voir également le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur le recours à des garanties transfrontalières, *infra*, note 164, et le texte qui l'accompagne, ainsi que l'art. 8-110(e) modifié de l'U.C.C., *infra*, p. 50.

au droit en vertu duquel l'intermédiaire a été *constitué*¹³³. La question de savoir dans quelle mesure la Convention proposée devrait faire référence à des notions de *fait* telles que « le centre administratif de l'intermédiaire », « son établissement principal » ou encore « le lieu principal de ses activités », devra faire l'objet d'un examen attentif au cours de la réunion des Experts. Une question connexe qui devra elle aussi faire l'objet d'une réflexion approfondie concerne l'intermédiaire qui exerce son activité au travers d'une *succursale* : en pareil cas, la règle édictée selon le principe de PRIMA devrait-elle viser le pays dans lequel est situé l'établissement principal ou bien le pays où se trouve la succursale ?

IV. La règle de PRIMA s'applique-t-elle à toutes les catégories de parties ?

Étant donné que la règle de PRIMA vise essentiellement le lieu où est situé l'*intermédiaire*, le critère devrait s'appliquer indépendamment de la nature juridique du constituant de la sûreté / cédant et du bénéficiaire de la sûreté / cessionnaire.¹³⁴ La règle de PRIMA évite donc le délicat problème d'avoir à définir un ou plusieurs facteurs de rattachement applicables aux situations qui impliquent à la fois une grande diversité d'*entités juridiques* ainsi que des *personnes physiques*.

V. La règle de PRIMA renvoie-t-elle aux règles de droit matériel d'un État ou à ses règles de droit international privé (*renvoi*) ?

Par ailleurs, la question se pose de savoir si le renvoi à la loi du lieu où est situé l'intermédiaire concerné inclut les règles de conflit de lois de cette juridiction ou s'il doit être compris comme désignant simplement ses règles de droit matériel. En d'autres termes, PRIMA permet-elle un *renvoi* ?

Traditionnellement, les Conventions de La Haye relatives au droit applicable excluent toute forme de *renvoi*. Le présent Rapport soutient que cela devrait également être le cas dans la Convention proposée. Si la règle de détermination du droit applicable devait comprendre les règles de droit international privé de la juridiction désignée par PRIMA, un élément d'insécurité juridique contraire à l'objet même de la Convention proposée serait réintroduit : si, à supposer que l'on retienne le concept du *renvoi*, les règles de droit international privé de la juridiction désignée par PRIMA, désigne le droit d'un État qui n'est pas partie à la Convention et qui, de fait, a retenu une approche différente de la question en cause (par exemple, « *l'approche de la transparence* »), les parties à une opération perdraient complètement le bénéfice de sécurité juridique et de prévisibilité que la Convention proposée a justement pour objectif d'assurer.¹³⁵ Il est dès lors présumé que

¹³³ Le concept de *siège social* (statutory seat) est bien connu dans de nombreux pays de droit civil (bien que le sens précis de cette expression puisse varier d'un pays à un autre) mais il est inconnu d'autres systèmes de droit, et notamment des *pays de common law*. Un autre critère est dès lors nécessaire. L'on pourrait ainsi retenir le lieu où l'intermédiaire a été constitué. La solution proposée ici se fonde sur l'art. 3, par. 2 de l'*Avant-projet de Convention sur la compétence et les jugements étrangers en matière civile et commerciale*, adopté en 1999 par une Commission Spéciale de la Conférence de La Haye sur le Droit International Privé. Pour de plus amples détails concernant l'art. 3, par. 2, consulter le Rapport Explicatif sur l'Avant-projet de Convention, rédigé par PETER NYGH et FAUSTO POCAR. Tant l'Avant-projet de Convention que le Rapport explicatif peuvent être consultés sur le site de la Conférence de La Haye (<http://www.hcch.net>), sous la rubrique « *travaux en cours* ».

¹³⁴ Ainsi, une partie peut être une société ou autre personne morale, une association de personnes morales dépourvue de personnalité juridique, mais habilitée selon la loi qui la régit à ester en justice, ou une personne physique. Il n'y aurait aucun traitement particulier pour, par exemple, une banque centrale, un participant à un système de règlement-livraison ou une institution réglementée.

¹³⁵ Il n'est pas inutile de mentionner que, parmi les 28 juridictions examinées par l'Expert Juridique auprès du Bureau Permanent, sept renvoyaient aux règles de conflit de lois régissant les problèmes de droit patrimonial. Dans une juridiction, il n'a pu être déterminé comment les tribunaux statueraient sur cette question (voir Annexe B, p. I).

le tribunal saisi devrait appliquer les règles de droit matériel de la juridiction désignée par PRIMA, sans tenir compte des règles de droit international privé de cette même juridiction.¹³⁶

VI. Résumé

Les principales modalités de PRIMA peuvent être résumées de la façon suivante:

- Selon PRIMA, les questions concernant la création, l'opposabilité aux tiers (« *perfection* »), ou le caractère définitif de la transaction, le droit de priorité et la réalisation des droits sur des titres, sont régies par le droit du lieu de l'intermédiaire direct dans les livres duquel les droits en question sont inscrits ;
- PRIMA situe tous les droits d'un investisseur sur un portefeuille de titres dans une seule juridiction, même lorsque les émetteurs et les supports matériels (certificats) attestant l'existence des titres sous-jacents sont situés dans des pays différents ;
- PRIMA s'applique indépendamment du fait que le transfert s'effectue sous forme de cession ou au moyen d'une opération de constitution de sûreté et, dans le cas d'une opération de constitution de sûreté, PRIMA s'applique, que celle-ci prenne la forme d'un nantissement ou celle d'un transfert en pleine propriété ;
- PRIMA s'applique sans tenir compte du fait que (i) le constituant ou le bénéficiaire de la sûreté ou (ii) le cédant ou le cessionnaire, est de la nature juridique spécifique du constituant ou du bénéficiaire de la sûreté.
- PRIMA s'applique quel que soit la juridiction dans laquelle est constitué ou situé le constituant de la sûreté, le bénéficiaire de la sûreté ou tout autre intermédiaire.

Il convient, en outre, d'insister sur les particularités suivantes :

- Lorsque le bénéficiaire de la sûreté agit en tant qu'intermédiaire du constituant (c'est-à-dire lorsque le constituant détient la sûreté par l'intermédiaire du bénéficiaire de la sûreté avant que celle-ci ne soit constituée) et est ainsi le créancier privilégié, le droit applicable à l'intermédiaire en question sera la loi de la localisation du bénéficiaire de la sûreté ;
- Le lieu de l'intermédiaire en question peut être déterminé par référence à :
 - (i) l'adresse indiquée dans la convention d'ouverture de compte réglant les relations entre l'intermédiaire et son client,
 - (ii) l'adresse indiquée dans le dernier relevé de compte adressé par l'intermédiaire à son client, ou
 - (iii) dans tout autre cas, au *siège social* ou au droit en vertu duquel l'intermédiaire a été *constitué*.
- La détermination de la loi du pays de l'intermédiaire en vertu de PRIMA est arrêtée par référence aux règles de droit matériel du lieu de localisation de l'intermédiaire et *exclut* toute forme de *renvoi*;
- Aux termes de la Convention proposée, un droit opposable ou définitif déterminé en vertu de l'application de PRIMA reste soumis aux contraintes des lois régissant la

¹³⁶ Voir, par exemple, POTOK / MOSHINSKY, *op. cit.* (note 116), p. 15. Rappelons également que dans le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation de garanties transfrontalières, le *renvoi* est également exclu, voir *infra*, note 162, et le texte qui l'accompagne.

faillite. Ainsi en cas de faillite du constituant de la sûreté, les droits du bénéficiaire de la sûreté restent soumis aux lois de la faillite de la juridiction compétente en matière de faillite.

VII. Autres questions à examiner lors de la réunion des experts

A. Définition des Titres

Parmi les autres questions qui devront être examinées lors de la réunion du *Groupe d'Experts* de janvier 2001, la *définition* du terme « titres » semble revêtir une importance particulière : à quelle sorte de titres la Convention proposée devra-t-elle s'appliquer ? Le terme « titres » (*securities*) ou « titre » (*security*) semble être utilisé dans des contextes différents et peut ainsi revêtir de nombreuses significations.¹³⁷ Ceci illustre l'importance de définir clairement le champ d'application de la Convention. Sous réserve de ces remarques, il paraît souhaitable de retenir une définition du terme « titre » aussi large que possible. Cette définition devra être suffisamment flexible de manière à pouvoir englober de nouveaux types d'instruments pouvant être conçus à l'avenir.

Deux approches sont envisageables. La première serait de ne pas tenter de donner une définition exhaustive, mais d'utiliser le terme « titres » en donnant une liste d'exemples (tels que actions, obligations, certificats de dépôt, etc.) en partant du principe que les Etats utiliseront le terme dans son sens ordinaire et dans le contexte précisé par lesdits exemples.¹³⁸ L'intérêt de cette approche est qu'elle permet l'usage d'un terme relativement simple. Le risque est qu'elle laisse le champ ouvert à des divergences d'interprétation dans le cadre de la mise en œuvre de la Convention proposée ; cela étant dit, le risque peut être considéré comme acceptable et limité si l'on considère que le terme « titres » est utilisé largement et de manière suffisamment cohérente sur les marchés internationaux.

La seconde approche consisterait à tenter de définir de manière définitive le terme « titres ». Bien que cette approche soit de nature à favoriser la certitude et à faciliter une interprétation uniforme, une définition détaillée se heurterait au souci de flexibilité nécessaire pour pouvoir accueillir de nouveaux types de titres.

Les paragraphes suivants tracent quelques grands traits caractéristiques pouvant être envisagés et reprennent quelques définitions actuellement utilisées dans certains textes légaux. C'est sur la base de ces traits caractéristiques que les deux approches pourraient être analysées.

La Convention proposée s'inscrit clairement dans un contexte où le type de titres envisagés s'entend des titres négociés sur les marchés financiers et désignés sur ces marchés sous le vocable « titres » (*securities*). Nous avons donc pris en considération quelques définitions provenant de contextes semblables. Notamment, l'U.C.C.,¹³⁹ la

¹³⁷ Voir BENJAMIN, *op. cit.* (note 79), Chapitre 1 ; voir également *supra*, p. 8, pour une discussion portant sur le sens du terme « securities ».

¹³⁸ Une large définition est ainsi retenue par l'art. 1 du *Décret Grand-ducal du Luxembourg de 1971* : « Par valeurs mobilières au sens du présent règlement, il faut entendre dans l'acception la plus large tous les titres et autres instruments financiers susceptibles de circuler de façon fongible, y compris notamment aussi les certificats de dépôt, bons de caisse et tous autres titres représentatifs de droit de propriété, de créances ou de valeurs mobilières, qu'ils soient matérialisés ou dématérialisés, transmissible par inscription en compte ou traditions, au porteur ou nominatifs, endossables ou non. »

¹³⁹ L'art. 8-102(a)(15) du U.C.C. dispose que : « le terme « titres », à moins qu'il n'en soit stipulé autrement à la Section 8-103, désigne une obligation d'un émetteur ou une action, une participation ou un autre droit sur l'émetteur, sur un bien ou sur l'entreprise d'un émetteur : (i) représentée par un certificat, sous la forme au porteur, ou nominative, ou dont la cession peut être inscrite dans des registres tenus à cette fin par l'émetteur ou en son nom; (ii) faisant partie

Directive européenne relative aux services d'investissement ainsi que le projet de Directive européenne relative aux sûretés (qui se réfère à la Directive européenne relative aux services d'investissement)¹⁴⁰.

Ces définitions semblent indiquer que les critères déterminants des titres pour les besoins de la Convention proposée devraient être les suivants :

- (i) ce sont des instruments représentant ou conférant des droits contractuels ou incorporels d'un certain type ;
- (ii) ce sont des instruments qui sont soit représentés par des supports matériels (*certificats*) ou d'autres titres de propriété, soit matérialisés et transférés par une inscription dans les registres ou les livres de compte tenus par l'émetteur ou en son nom ;
- (iii) ce sont des instruments fongibles émis en séries de telle sorte que tout titre ou groupe de titres dans une série ne peut pas être différencié d'un même titre ou groupe de titres de la même série ;
- (iv) ce sont des instruments pouvant être négociés ou susceptibles d'être négociés sur un marché de valeurs mobilières, d'instruments financiers ou un marché financier.

Ces caractéristiques sembleraient exclure notamment les types d'instruments suivants :

- (a) *les matières premières* : les matières premières et leurs instruments représentatifs (tels que les warrants sur métal, les connaissements) seraient exclus car ils ne remplissent pas les deux critères (i) et (ii);
- (b) *les produits dérivés* : plusieurs types de produits dérivés devraient être exclus car ils ne remplissent pas les deux critères (ii) et (iii).¹⁴¹ Bien que les produits dérivés soient négociés sur des marchés financiers et à cet effet soient conclus par référence à des contrats standards et sur la base

d'une catégorie ou d'une série, ou qui, en vertu des conditions qui le régissent, est divisible en une catégorie ou série d'actions, de participations, de droits ou d'obligations; (iii) qui : A) est négociée ou susceptible d'être négociée ou échangée sur des bourses ou marchés de titres; ou B) est un moyen d'investissement et dont les conditions stipulent expressément, qu'il s'agit d'un titre régi par le présent article. » [traduction] Cette définition comprend aussi bien les actions que les obligations, les parts d'organismes de placements collectifs, les actions dans une société en commandite (*limited partnership shares*) et « à peu près tout moyen permettant d'investir dans une entreprise ou de prendre une participation financière dans une entreprise », voir le résumé de l'art. 8 prévu par la ULC (http://www.nccusl.org/uniformact_summaries/uniformacts-s-uccra8is.htm). L'on peut s'interroger sur l'opportunité de reproduire le (B) de cette définition dans la Convention proposée. Le fait de mettre à la disposition des parties un mécanisme leur permettant de rendre applicable la Convention proposée (*opt-in*) pourrait conduire à une application de celle-ci à une grande diversité de cas. Les Etats parties pourraient être réticents à l'égard d'une extension trop large du principe de la Convention proposée vers des situations qui, si elles avaient été identifiées, n'auraient pas été jugées opportun d'inclure. La diversité qu'offrirait l'inclusion de clauses « optionnelles » pourrait remettre en question l'interprétation uniforme de la Convention proposée. D'un autre côté, l'inclusion de clauses « optionnelles » introduirait une flexibilité accrue en vue de permettre d'englober de nouveaux types d'instruments.

¹⁴⁰ Dans ces deux directives (Directive du Conseil 93/22 ECC du 10 mai 1993 relative aux services d'investissement dans le domaine des titres, et le projet de Directive européenne relative aux Sûretés Transfrontalières, voir *infra*, p. 52) titres transférables signifient : « *les actions et autres titres assimilables à des actions de sociétés, les obligations et autres titres de créances négociables sur le marché des capitaux et toutes autres valeurs habituellement négociées permettant d'acquérir de tels titres par voie de souscription ou d'échange ou donnant lieu à un règlement en espèces à l'exclusion des moyens de paiement* » (art. 1, al. 4, de la Directive 93/22 relative aux services d'investissement à laquelle se réfère le projet Directive sur les Sûretés Transfrontalières).

¹⁴¹ Le terme « produit dérivé » n'a pas de sens précis et peut être utilisé dans des sens différents en fonction du contexte. Il est parfois utilisé pour inclure des instruments tels que des obligations convertibles, des warrants ainsi que des options transférables de souscription de titres, qui ont les caractéristiques des titres suggérées ci-dessus. La cession de produits dérivés plus complexes tels que ceux couverts par des contrats-cadre ISDA ne peut pas, en général, être réalisée par simple inscription en compte dont le cédant et le cessionnaire seraient titulaires : une telle cession implique normalement un contrat tripartite entre cédant, cessionnaire et contrepartie (cette dernière pouvant refuser son consentement aux termes de la plupart des conventions-cadre).

des montants standardisés, ils ne sont pas pour autant émis dans des séries fongibles ou *transférables sur des registres tenus par l'émetteur*.¹⁴²

B. Définition d'intermédiaire

Il sera nécessaire de retenir une définition du terme « intermédiaire » décrivant les fonctions qu'un intermédiaire est sensé accomplir en vue d'être considéré comme « intermédiaire » pour les besoins de la Convention proposée.

A titre comparatif, l'Article 8-102(a)(14) modifié de l'U.C.C. définit les intermédiaires de titres comme suit :

« "Intermédiaire de titres" signifie :

- (i) un organisme de compensation ; ou
- (ii) une personne, notamment une banque ou un courtier qui, dans le cours habituel de son activité, tient des comptes titres pour le compte d'autres personnes et agit en cette qualité. »

C. La règle de conflit de lois inscrite dans la Convention proposée devrait-elle être d'application générale ?

Une règle de conflit de lois énoncée dans une convention est dite d'*application générale* si le droit désigné par cette règle s'applique que l'État dont la législation est ainsi retenue soit ou non partie à la convention.¹⁴³ Les nouvelles conventions de La Haye contenant des dispositions sur le droit applicable appartiennent à la catégorie des « conventions d'application générale. »¹⁴⁴ Ce Rapport suggère qu'il devrait aussi en être ainsi aux termes de la Convention proposée. Rien ne permet en effet d'affirmer qu'il y aurait lieu de retenir une approche différente en ce qui concerne les opérations de garantie effectuées dans le cadre d'un système de détention indirecte. C'est pourquoi les dispositions de cette Convention proposée devraient s'appliquer même si la loi retenue dans le cadre de la Convention proposée est celle d'un État qui n'est pas partie à la Convention. Cela constituerait un avantage certain dans la mesure où les États qui décideraient d'adhérer à la Convention proposée accéderaient immédiatement par là-même au degré de sécurité juridique et de prévisibilité attendu, sans avoir pour autant à attendre que d'autres pays y adhèrent à leur tour.

¹⁴² Le mécanisme par lequel un contrat sur produits dérivés peut être « cédé » consiste en pratique à conclure un contrat en sens opposé d'un montant équivalent avec la même contrepartie (le marché concerné des produits dérivés ou sa chambre de compensation) qui élimine le premier contrat par voie de compensation (netting). Voir *supra*, note 60 pour une explication de la compensation (netting).

¹⁴³ En Français, une telle convention est souvent dite « *portant loi uniforme* »; une autre manière d'exprimer ce principe est de préciser que la convention est applicable *erga omnes*.

¹⁴⁴ Voir, par exemple, la *Convention de La Haye de 1961 sur la protection des mineurs* (art. 1), la *Convention de 1961 sur les conflits de lois en matière de forme des dispositions testamentaires* (art. 1^{er}), la *Convention de La Haye du 4 mai 1971 sur la loi applicable en matière d'accidents de la circulation routière* (art. 3), la *Convention de La Haye du 2 octobre 1973 sur la loi applicable aux obligations alimentaires*, (art. 3), la *Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation* (art. 4, qui prévoit explicitement que « la loi désignée par la Convention s'applique même s'il s'agit d'un Etat non contractant », la *Convention de La Haye du 1er août 1989 sur la loi applicable aux successions* (art. 2, qui prévoit explicitement que « La Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un État non contractant »), la *Convention de La Haye du 19 octobre 1996 concernant la compétence, la loi applicable, la reconnaissance, l'exécution et la coopération en matière de responsabilité parentale et de mesures de protection des enfants*, (art. 20), et, dernièrement, la *Convention de La Haye sur la protection internationale des adultes*, (art. 18). Le texte de toutes ces conventions se trouve sur le site internet de la Conférence de La Haye (<http://www.hcch.net>).

D. La Convention proposée (PRIMA) peut-elle aussi s'appliquer également aux comptes non-fongibles (transparentes) et aux simples droits contractuels ?

De plus, les experts peuvent souhaiter aborder la question de savoir si la Convention proposée devrait également s'appliquer aux structures dans lesquelles les titres sont détenus à travers des comptes *transparentes ou non-fongibles* ou dans lesquelles les droits des titulaires de compte constituent de simples droits contractuels sans droits de propriété sur les titres sous-jacents.¹⁴⁵ Au premier abord, deux options de base peuvent apparaître. Avant de présenter ces deux options, il semble cependant approprié de mettre à nouveau l'accent sur le fait que les systèmes de détention indirecte opérant par le biais de comptes non-fongibles ou sur la base de simples droits contractuels sont en pratique peu utilisés.

La première possibilité serait celle de n'appliquer la Convention proposée qu'aux comptes *fongibles*. Cette analyse va de pair avec le principe suggéré plus haut, qui est la justification première de PRIMA, à savoir que la loi applicable en matière de droit de propriété est la loi du lieu où se trouve inscrit le titre, et où par conséquent toute procédure ayant pour objet le respect du droit de propriété pourra effectivement être exécutée.¹⁴⁶ Cette analyse présente cependant la complication de devoir identifier la loi qui détermine si un compte donné est fongible ou non.

Cette question préliminaire pourra être abordée de deux façons différentes : le concept de fongibilité applicable peut être défini soit par une référence à *une règle de droit matériel national* dans la *Convention proposée*, soit par l'incorporation dans la *Convention proposée* elle-même d'une définition du concept de fongibilité. Si l'on faisait référence à la loi nationale pour déterminer la fongibilité d'un compte, la loi nationale applicable serait sans doute déterminée conformément à PRIMA. Pour justifier cette approche, on peut en effet appliquer le même raisonnement au principe reconnu selon lequel s'il y a un conflit entre la *lex situs* et la *lex fori* sur la question de savoir si une chose est un bien meuble ou immeuble, la *lex situs* prévaut, étant entendu qu'en dernier ressort, seule la *lex situs* a le contrôle effectif sur la chose.¹⁴⁷

Si, au lieu de faire référence à une loi nationale, on préfère utiliser un concept *uniforme* de fongibilité, la Convention proposée devra prévoir dans une règle de droit matériel une définition autonome de la fongibilité. Par conséquent, il serait nécessaire que tous les états s'accordent sur une règle de droit matériel qui définisse ce que constitue un compte fongible. Cela constituerait un élargissement important du champ d'application de la Convention proposée et, compte tenu des différences entre les lois régissant la propriété entre les Etats, la difficulté de s'accorder sur un texte serait considérable.

Une autre complication concernant cette approche fondée sur le concept de « seulement-fongible » apparaîtrait dans le cas où un compte tenu par un intermédiaire direct se révélerait ne pas être fongible. Dans ce cas de figure, il faudrait alors faire référence à la position du compte de l'intermédiaire suivant dans la chaîne de détention et une analyse similaire serait alors développée. Ce procédé devrait dans certains cas être répété de nombreuses fois jusqu'à ce que l'on atteigne soit un compte fongible tenu par un intermédiaire, soit que l'on puisse retracer les droits de l'investisseur au niveau de l'inscription effectif dans le registre de l'émetteur ou grâce à la possession des certificats.

¹⁴⁵ Voir *supra*, p. 10, et 19 *et s.*

¹⁴⁶ Voir *supra*, p. 30.

¹⁴⁷ DICEY & MORRIS, *op. cit.* (note 10), Rule 111, para. 22-009.

Ces difficultés pratiques posent la question de savoir si l'on doit adopter une approche alternative aux termes de laquelle la Convention proposée s'appliquerait sans distinguer le fait que la structure de détention implique ou non des comptes fongibles. Sans doute, le principal avantage de cette approche est d'éviter de faire la distinction entre les comptes fongibles et les comptes non-fongibles et de contourner ainsi la difficulté de désigner la loi en fonction de laquelle on doit s'assurer qu'un compte est fongible ou ne l'est pas. Selon cette approche, PRIMA s'appliquerait sans distinguer la nature du système de détention indirecte concerné. La simplicité ainsi atteinte présente certains attraits, mais comporte la difficulté de savoir si la Convention proposée devrait soumettre les questions de droit de propriété à la loi de l'intermédiaire dans le cas où le titre de l'investisseur est clairement inscrit à un niveau supérieur dans la chaîne de détention (*traceable property right*). Cela semble toutefois, difficile à réconcilier avec le principe de base énoncé plus haut qui constitue le principe de PRIMA.

En ce qui concerne les situations dans lesquelles un titulaire de compte détient un simple droit contractuel sans pour autant être titulaire d'un droit de propriété sur les titres sous-jacents, il a été mentionné que les principes de droit international privé conduiraient déjà (au moins dans la plupart des cas) à l'application de la loi de l'intermédiaire.¹⁴⁸ Il apparaîtrait, par conséquent, qu'il importe peu que la loi soit déterminée par le principe de « l'obligation caractéristique », « la relation la plus significative », « la *proper law* » ou PRIMA.

E. Lois d'application immédiate

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, la Convention proposée n'empiètera pas sur *le droit de la faillite* en vigueur dans les États. Toutefois, lors de la réunion du mois de janvier, les Experts souhaiteront peut-être se pencher sur la question plus large de l'effet des *lois d'application immédiate* du for ainsi que d'États tiers.¹⁴⁹ Il semblerait, à première vue, que les lois d'application immédiate du for demeurent applicables, en plus des dispositions désignées par PRIMA. Il est effectivement peu vraisemblable qu'un tribunal écarte l'application des lois d'application immédiate du for : ces lois doivent être considérées en effet comme l'expression de valeurs fondamentales d'une importance telle qu'elles s'imposent dans toute action devant une instance judiciaire du for, même lorsqu'il s'agit de questions qui, en principe, sont régies par un droit étranger. La question se pose alors de savoir quelles sont les lois devant être considérées comme

¹⁴⁸ Voir *supra*, p. 30.

¹⁴⁹ Nous utilisons le terme *lois d'application immédiate* dans un « sens international » c'est à dire, nous visons les règles qui doivent impérativement s'appliquer à la question soumise au tribunal indépendamment du tout choix du droit applicable par la commune volonté des parties ou de toute autre loi dirigée par le droit international privé du for. Ce concept de règles d'application « directe » (dans le sens où elles court-circuitent les mécanismes traditionnels de droit international privé) est assez bien reflétée dans l'expression française *lois d'application immédiate*, voir PHOCION FRANCESCOAKIS, *Quelques précisions sur les lois d'application immédiates et leurs rapports avec les règles de conflit de lois*, RCDIP 1996, p. 1 et s. (l'expression allemande « Eingriffsnormen » est également pertinente).

Il peut être noté, à titre d'information, que le concept de loi d'application immédiate a été incorporé dans plusieurs corps de règles de droit international privé nationaux (par exemple, la *Loi suisse sur le droit privé international de 1987*, art. 18 [lois d'application générale du for] et art. 19 [lois d'application générale dans d'un État tiers], *Code civil du Québec*, art. 3079 [relatif à la fois aux lois d'application immédiate du for et à celles d'État tiers], la *Loi italienne sur le droit international privé de 1995*, art. 17 [lois d'application immédiate du for uniquement], la *Loi du Venezuela sur le droit international privé de 1998*, art. 10 [lois d'application immédiate du for uniquement], ainsi que plusieurs conventions internationales (voir, par exemple, la *Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation*, art. 16 [à la fois les lois d'application immédiate du for et celles d'États tiers], la *Convention de La Haye de 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance*, art. 16 [à la fois les lois d'application immédiate du for et celles d'États tiers], la *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles*, art. 7 [les lois d'application immédiate du for ainsi que celles d'États tiers], et la *Convention interaméricaine de 1984 sur la loi applicable aux contrats internationaux*, art. 11 [et les lois d'application du for et celle d'États tiers]).

d'application immédiate à l'occasion d'opérations de constitution de sûretés dans le cadre d'un système de détention indirecte de titres ? L'obligation, par exemple, de déposer ou de faire enregistrer un nantissement de titres émis par une société constituée en vertu de la loi du *for* appartiendrait-elle à cette catégorie ?

Une autre question, encore plus délicate sans doute, est celle de l'effet de lois d'application immédiate émanant d'un *État tiers*. Prenons l'exemple suivant : supposons que les titres détenus par un investisseur par le biais d'un intermédiaire situé dans l'État Y ont été émis par une société constituée en vertu du droit de l'État X ; l'investisseur constitue une sûreté sur les droits qu'il possède sur ces titres sous la forme d'un nantissement. Supposons, en outre, que le droit de l'État X exige que tout nantissement portant sur des titres émis par des sociétés constituées dans l'État X fasse l'objet d'un enregistrement dans ce même État. Dans un tel contexte, la question se pose de savoir si le droit de l'État X doit être pris en considération en sus du droit de l'État Y qui, conformément à PRIMA, régit les aspects de droit de propriété concernant les opérations de constitution de sûretés. Toute obligation visant à prendre en compte les lois d'application immédiate d'un État tiers, réintroduirait potentiellement un élément d'incertitude contraire à l'objet même de la Convention. Si les lois d'application immédiate d'un *État tiers* devraient être prises en considération, au moins deux questions subséquentes devraient se poser : a) la loi d'un *quelconque État tiers* devrait-elle s'appliquer ou seulement celle d'un État ayant des liens privilégiés et substantiels; b) l'application de la loi d'application immédiate d'un pays tiers serait-elle obligatoire ou intervient-elle à la discrétion de la loi du *for* ? Étant donné les éventuelles incertitudes que ce concept peut introduire, il serait préférable de ne pas l'adopter dans la Convention proposée.¹⁵⁰

Section 4 — Étude d'ensemble des Pays ayant adopté ou envisageant d'adopter PRIMA

L'adoption de PRIMA dans une *Convention de La Haye sur le droit applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte* consacrerait, au plan international, une solution qui a déjà été retenue par plusieurs pays, et que plusieurs autres pays envisagent actuellement d'adopter à leur tour. En d'autres termes, il semblerait qu'en consacrant PRIMA dans une convention internationale, on donnerait aux marchés financiers internationaux la sécurité juridique et la prévisibilité dont ils ont besoin, en retenant un facteur de rattachement qui paraît être de plus en plus largement accepté.

A. Développements législatifs ayant déjà conduit à l'adoption de PRIMA

1. Au niveau régional : la Directive européenne concernant le caractère Définitif du Règlement

L'Union européenne a instauré en 1998 dans un premier temps un important cadre juridique applicable aux systèmes de paiement et de règlement livraison de titres, avec l'adoption de la *Directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres* (ci-après désignée la « Directive

¹⁵⁰ Sur la question de la loi d'application en règle générale, voir, par exemple PETER NYGH, *The reasonable expectations of the parties as a guide to the choice of law in contract and tort*, dans Recueil des Cours – extrait de Courses of the Hague Academy of International Law 1995, vol. 251, p. 376-397.

concernant le caractère Définitif du Règlement »).¹⁵¹ Cette Directive s'applique aux sûretés transfrontalières constituées dans le cadre d'opérations financières impliquant un système désigné de règlement-livraison de titres de paiement ou une banque centrale de l'Union européenne. La Directive permet notamment la compensation dans le cadre des systèmes de règlement-livraison et protège les sûretés constituées auprès des banques centrales de l'Union européenne, des établissements exploitant ces systèmes ou de certains établissements participant à ces systèmes, contre les conséquences d'une faillite, tout en précisant le droit applicable aux actes de disposition de titres faisant l'objet d'une inscription en compte. La disposition applicable à cet égard est l'article 9, alinéa 2, qui dispose que :

«Lorsque des titres (y compris les droits sur des titres) sont constitués en garantie au bénéfice de participants et/ou de banques centrales des États membres ou de la future Banque centrale européenne, comme il est indiqué au paragraphe 1, et que leur droit (ou celui de tout mandataire, agent ou tiers agissant pour leur compte) relatif aux titres est inscrit légalement dans un registre, un compte ou auprès d'un système de dépôt centralisé situé dans un État membre, la détermination des droits de ces entités en tant que titulaires de la sûreté relative à ces titres est régie par la législation de cet État membre. »

S'il semble bien que l'Article 9, alinéa 2, ait été conçu à l'origine dans l'intérêt des banques centrales, de la Banque centrale européenne et de certains établissements participant aux systèmes nommément désignés en qualité de bénéficiaires de sûretés, plusieurs pays européens, avec le soutien de la Commission européenne et d'autres organisations, ont, dans le cadre de la transposition de la Directive dans leur droit interne, élargi la protection offerte par l'Article 9, alinéa 2, afin de l'étendre, de manière plus générale,¹⁵² aux intervenants de marchés financiers et certains autres pays ont fait part de leur intention de faire de même.^{153, 154}

¹⁵¹ Voir les références dans la note 104 ; sur la Directive concernant le caractère Définitif du Règlement en général, voir par exemple SCHEFOLD, *op cit.* (note 49), p. 472; DIEGO DEVOS, *La Directive européenne du 19 mai 1998 concernant le caractère Définitif du Règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, dans EUREDIA (European Banking & Financial Law Journal), 1999, p. 149 à 185; DIEGO DEVOS, *Specific Cross-Border Problems Regarding Bank Insolvencies and European Harmonization Efforts*, dans Giovanoli / Heinrich (éds.), *International Bank Insolvencies – A Central Bank Perspective*, 1999, p. 314.

¹⁵² Pour un exemple d'une transposition extensive de l'art. 9 al. 2 de la Directive sur la finalité des paiements, voir art. 17a de la *Depotgesetz* allemande qui dispose : « Les dispositions relatives aux titres ou aux quotes-parts sur une masse de titres [*Sammelbestandanteile*] qui ont été valablement inscrits sur un registre ou crédités sur un compte seront soumises à la loi du pays régissant le registre, dans lequel l'inscription est effectuée directement en faveur du bénéficiaire ou dans lequel est situé le siège social ou la succursale du conservateur gérant le compte qui met le crédit à la disposition du bénéficiaire. » [traduction] Pour un commentaire de l'art. 17a, voir, par exemple, CHRISTOPH KELLER, *Die EG - Richtlinie 98/26 vom 19.5 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und abrechnungssystemen und ihre Umsetzung in Deutschland*, WM 2000, p. 1269 et s. ; SCHEFOLD, *op. cit.* (note 49), p. 473-476, avec les références dans les notes 80 et 82 aux dispositions de transposition dans d'autres Etats. Pour une présentation plus complète de l'état de transposition de l'art. 9, al. 2, dans les Etats membres, voir RICHARD POTOK, *Legal certainty for securities held as collateral*, Attachment A de l'Annexe VI aux Conclusions de la Commission Spéciale de mai 2000, *op. cit.* (note 1).

¹⁵³ Voir *infra*, notes 167 et 168.

¹⁵⁴ Cette Directive soulève la question intéressante de la pertinence éventuelle de la *Convention de Rome de 1980 sur le droit applicable aux obligations contractuelles*. Supposons que le droit que détient un investisseur sur des titres détenus par un intermédiaire soit cédé à l'intermédiaire à titre de garantie. Cette opération pourrait être caractérisée comme une cession des droits de l'investisseur au sens de l'art. 12 de la Convention de Rome. En conséquence, les obligations contractuelles de cette opération seraient régies par le droit applicable au contrat de cession (art. 12, par. 1; ce droit qui aura été vraisemblablement choisi par les parties d'un commun accord). Mais l'art. 12 s'applique-t-il également aux aspects de *droit patrimonial* de l'opération (*proprietary aspects*) ? Si le rapport officiel de la Convention de Rome semble suggérer que celle-ci ne s'applique pas aux questions touchant aux questions de droit patrimonial (rapport de GIULIANO et LAGARDE, OJ C282/1, à l'art. 1, al. 2), la Cour suprême des Pays-Bas, dans un arrêt de 1997, a estimé que l'art. 12, al.1 de la Convention de Rome s'applique effectivement aux aspects de droit patrimonial d'une cession

2. Au niveau national (Belgique, Luxembourg, France, États-Unis)

Les pays qui ont mis en place un nouveau régime juridique relatif aux titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, ont, selon toutes hypothèses, déjà créé une structure qui prend en compte le lieu de localisation de l'intermédiaire immédiat pour les questions relatives au droit de propriété. Il en est effectivement ainsi car le droit de l'investisseur n'est représenté que par une inscription en compte auprès de l'intermédiaire immédiat et, par conséquent, est considéré se trouver là où sont situés les comptes. Cette solution a été reconnue par d'éminents juristes en Belgique et au Luxembourg.¹⁵⁵

En ce qui concerne la France, les titres émis en France ne sont plus désormais représentés par un support matériel (certificat) mais sont matérialisés par une inscription en compte, c'est pourquoi ils ne peuvent être situés qu'au lieu où est maintenu le droit de l'investisseur sur ses titres, c'est-à-dire le lieu de localisation de l'intermédiaire ou de l'émetteur avec lequel l'investisseur a une relation contractuelle directe.¹⁵⁶ Le principe de PRIMA a été adopté au moyen d'une règle de conflit de lois unilatérale (par opposition à une règle multilatérale) et intégrée dans l'article 29 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983. L'article 29 qui régit le gage d'un compte d'instruments financiers, dispose que le droit français s'applique au gage d'un compte d'instruments financiers tenu par un intermédiaire habilité situé en France alors même que des titres émis par des émetteurs étrangers figurent au compte gagé.¹⁵⁷ Toutefois, reste sujet à discussion la question de savoir si un tribunal français appliquerait PRIMA au cas de figure dans lequel les titres émis par un émetteur non français sont détenus dans un compte auprès d'un intermédiaire direct *situé hors de France*.

En ce qui concerne les États-Unis, PRIMA a été expressément incorporée dans l'article 8-110, alinéa (b) du U.C.C. (version de 1994) qui dispose notamment que : [traduction]

- « Le droit du pays dans lequel est situé l'intermédiaire détenant les titres, ainsi que le prévoit l'alinéa (e), régit :
- (1) l'acquisition auprès d'un intermédiaire détenant les titres d'un droit sur un titre (*securities entitlement*) ;

(*Brandsma qq v. Hansa Chemie A.G.*, Hoge Raad, 16 mai 1997; pour une analyse critique de cet arrêt, voir TEUN H.D. STRUYCKEN, L.M.C.L.Q. 1998, p. 345 à 360). Quel effet la Directive concernant le caractère Définitif du Règlement dans les systèmes de paiement et de règlement-livraison de titres, peut-elle avoir sur ce conflit entre les droits éventuellement applicables? On pourrait légitimement soutenir que la Directive *prévaut* sur la Convention. En effet, en son art. 20, la Convention prévoit qu'« elle ne préjuge pas de l'application des dispositions qui, dans des matières particulières, règlent les conflits de lois en matière d'obligations contractuelles et qui sont ou seront contenues dans les actes émanant des institutions des Communautés européennes ou dans les législations nationales harmonisées en exécution de ces actes ». Il semblerait que si l'on interprète de manière large l'art. 12 afin d'y englober les aspects relatifs au *droit patrimonial* (interprétation qui, encore une fois, ne fait pas l'unanimité), il conviendrait également d'interpréter de manière large l'art. 20 et donc d'accorder la priorité à la Directive concernant le Caractère Définitif du Règlement qui non seulement est postérieure à la Convention (*lex posterior*), mais qui constitue en outre un acte spécifique (*lex specialis*). Une autre approche (plus radicale), qui conduirait aussi à exclure l'application de la Convention de Rome, consiste à considérer un transfert par voie d'inscriptions en compte successives non pas comme une cession mais plutôt comme une *novation* (à laquelle l'art. 12 ne s'applique pas). Une cession suppose, en effet, qu'une créance soit transférée de la Partie A à la Partie B dans l'état où elle se trouve. Dans le cas d'une cession matérialisée par virement de compte à compte, l'investisseur renonce à sa créance de restitution contre l'intermédiaire à qui, en retour, incombe une obligation à l'égard du cessionnaire. Ce procédé peut légitimement être caractérisé comme une novation. Sur la question de savoir si la Convention de Rome peut avoir des effets dans les domaines qui retiennent ici notre attention, voir FENTIMAN, *op. cit.*, (note 19), p. 42 et 43.

¹⁵⁵ Voir GUYNN, *op. cit.* (note 4), p. 44-45, mais voir également GOODE, *op. cit.* (note 23), p. 12-13, note 12, indiquant d'autres références encore.

¹⁵⁶ Voir ROBLLOT, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Paris 1984, n° 185.

¹⁵⁷ Voir, DE VAUPLANE / MOUY, *La réforme du nantissement des titres dématérialisés* : Banque & droit, n°48, 1996, p. 3.

- (2) les droits et les obligations que le droit sur un titre confère à l'intermédiaire détenant les titres et au titulaire du droit sur un titre (*entitlement holder*) ;
- (3) la question de savoir si l'intermédiaire détenant les titres a une quelconque obligation à l'égard de toute autre personne revendiquant (*adverse claimant*) à son tour un droit sur un titre qui est contesté ;
- (4) la question de savoir si une revendication peut être exercée à l'encontre de la personne qui acquiert un droit sur un titre auprès de l'intermédiaire détenant le titre ou auprès de la personne qui achète un droit sur un titre ou un droit y afférent auprès de son titulaire. »

Et, conformément à l'alinéa (e), les règles suivantes « déterminent, pour les besoins du présent article, quelle est la juridiction dans laquelle est située l'intermédiaire détenant les titres » :

- « (1) Si une convention conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire stipule qu'elle est régie par la loi d'une juridiction déterminée, cette juridiction sera considérée comme étant la juridiction de l'intermédiaire détenant les titres.
- (2) Si une convention conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire ne stipule pas la loi applicable, tel que prévu dans le paragraphe (1), mais stipule expressément que le compte de titres est ouvert auprès d'un siège/succursale situé dans une juridiction donnée, cette juridiction sera considérée comme étant la juridiction de l'intermédiaire détenant les titres.
- (3) Si une convention conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire ne stipule aucune juridiction tel que prévu dans les paragraphes (1) ou (2), la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire sera la juridiction dans laquelle est situé le siège/succursale mentionné dans le relevé de compte comme étant le siège/succursale qui tient le compte de son titulaire.
- (4) Si la convention conclue entre un intermédiaire détenant les titres et le titulaire des titres détenus par cet intermédiaire ne stipule aucune juridiction tel que prévu dans les paragraphes (1) ou (2) et que le relevé de compte ne mentionne pas quel est le siège/succursale tenant le compte de son titulaire, tel que prévu dans le paragraphe (3), la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire sera considéré comme étant la juridiction dans laquelle est situé le siège administratif de l'intermédiaire. »¹⁵⁸

¹⁵⁸ Aux termes de l'art. 8, al. (a), le droit du *pays de l'émetteur*, comme prévu à l'al. (d), régit : « (1) la validité d'un titre; (2) les droits et obligations de l'émetteur en ce qui concerne l'inscription du transfert; (3) l'effet de l'inscription du transfert par l'émetteur; (4) la question de savoir si l'émetteur a des obligations envers une tierce personne revendiquant un titre; (5) et celle de savoir si une telle revendication est opposable à la personne au nom de laquelle a été inscrit le transfert d'un titre dématérialisé ou représenté par un support matériel (certificat), ou à la personne qui obtient le contrôle d'un titre dématérialisé ». Selon l'al. (d), le « pays de l'émetteur » s'entend du « pays dans lequel l'émetteur du titre est constitué (*organised*) ou, si le droit de ce pays le permet, le droit d'un autre pays spécifié par

L'alinéa (f) précise ensuite que la juridiction dans laquelle est situé l'intermédiaire détenant les titres n'est *pas* déterminée :

« par le lieu où se trouvent physiquement les supports matériels (certificats) représentant les avoirs financiers, ou par la juridiction dans laquelle est constitué l'émetteur d'un avoir financier sur lequel un titulaire détient un droit sur titre, ni par le lieu où se trouvent les installations de traitement des données ou autres registres concernant le compte ».

B. Réformes législatives actuelles visant à d'adopter PRIMA

Il convient d'indiquer plusieurs développements législatifs sont actuellement à l'étude qui, s'ils entraient en vigueur, conduiraient à l'adoption de PRIMA, ce qui renforcerait encore l'intérêt de la solution envisagée dans la Convention proposée.

1. Au niveau régional : le projet de Directive du Parlement européen et du Conseil sur l'utilisation transfrontalière des sûretés

Le projet de Directive relative au Sûretés Transfrontalières s'ajoute à la Directive concernant le caractère Définitif du Règlement évoquée plus haut et doit permettre d'améliorer le cadre juridique régissant la constitution de sûretés sur les marchés financiers de l'Union européenne. Ce projet de Directive doit permettre d'instaurer un régime minimum uniforme pour la remise de titres en garantie, soit sous la forme de nantissement soit sous la forme d'un transfert en pleine propriété.¹⁵⁹ En matière de conflit de lois, le traitement des titres inscrits en compte et remis à titre de garantie dans le cadre d'opérations transfrontalières, le projet de Directive vise à étendre le principe retenu à l'article 9, alinéa 2, de la Directive sur le caractère Définitif du Règlement (PRIMA). A cet égard, la disposition pertinente du projet de Directive est l'article 11, alinéa 2, qui dispose que :

« Pour les besoins de toute règle de droit d'un État membre ou subdivision d'un État membre, relative au choix entre les droits de différents pays, toute question concernant l'un des sujets visés à l'alinéa 5 qui se pose lors de la mise en œuvre d'un acte de constitution de sûretés financières portant sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie [ou sur des espèces remises à titre de garantie] sera régie par le droit de l'État, ou le cas échéant, de la subdivision de l'État où est ouvert le compte en question, qu'il s'agisse d'un État membre ou non. »¹⁶⁰

l'émetteur. Tout émetteur constitué (*organised*) selon le droit de cet État peut préciser que les questions prévues aux (a) (2) à (5) seront régies par le droit d'un autre pays ».

Aux termes de l'art. 8, al. (c), la loi *du pays dans lequel est situé le titre représenté par un support matériel (certificat) au moment de sa remise* « régit la question de savoir si un tiers peut invoquer un droit à l'encontre de la personne à qui le titre représenté par un support matériel (certificat) a été remis ».

¹⁵⁹ Le projet de Directive, qui devrait être adopté en 2003, vise notamment à assurer aux sûretés constituées une protection restreinte à l'encontre de certaines règles du droit de la faillite, et notamment celles qui font obstacle à une réalisation effective des biens donnés en garantie ou qui remettent en cause la validité de certaines techniques telles que la résiliation accompagnées du calcul d'un solde de résiliation, la remise de sûretés complémentaires et la substitution de sûretés. Voir le Document de Travail, *op. cit.* (note 31 *in fine*), p. 19.

¹⁶⁰ Les questions visées à l'al. 5 sont les suivantes : « (a) le rang ou l'ordre de priorité de tout titre ou droit sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie dans le cadre d'un accord constitutif de sûretés financières par rapport à un titre ou droit concurrent revendiqué par un tiers; (b) tout acte ou chose nécessaire pour assurer qu'un titre ou droit sur des titres faisant l'objet d'une inscription en compte, remis à titre de garantie dans le cadre d'un accord de sûreté financière peut être opposé en général à des personnes qui ne sont pas parties à l'accord

Cette disposition fait de PRIMA une règle générale applicable dans tous les cas où sont remis à titre de garantie des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte. Cette disposition mettrait donc fin à l'incertitude entourant la mise en œuvre de l'article 9, alinéa 2, de la Directive concernant le caractère Définitif du Règlement.¹⁶¹ Il convient enfin de noter que ce projet de dispositif exclut le *renvoi*,¹⁶² ne *laisse* pas aux parties le *choix de la loi applicable* aux aspects de droit de propriété de l'opération,¹⁶³ et *localise* le compte en question en utilisant les facteurs suivants :

« Pour les besoins du présent article, un compte sera considéré, à un moment donné, comme étant tenu a) au siège ou succursale mentionné si un tel siège ou succursale est effectivement identifié dans l'accord régissant le compte en question, ou dans le relevé de compte le plus récent transmis par l'intermédiaire au titulaire du compte, comme étant le siège ou la succursale où le compte est tenu et; b) dans tout autre cas, au siège social de l'intermédiaire. »¹⁶⁴

2. Au niveau national

Des législations favorables à PRIMA sont actuellement à l'étude dans différents pays, en Europe (aux Pays-Bas¹⁶⁵ et au Royaume-Uni¹⁶⁶) en Asie et dans le Pacifique (au Japon¹⁶⁷ et

constitutif de sûretés financières; (c) les mesures nécessaires à la réalisation de sûretés lorsque survient un des faits générateurs de cette réalisation, y compris tout acte ou toute chose nécessaire afin d'assurer que tout acte de disposition de l'assiette constituant la sûreté sera généralement opposable à des personnes qui ne sont pas parties à l'accord constitutif de sûretés financières ».

¹⁶¹ Voir *supra*, p. 48.

¹⁶² L'art. 11, al. 3, du projet de Directive dispose que « la référence dans l'alinéa 2, à la loi d'un pays ou d'une subdivision d'un pays, vise le droit interne de ce pays, c'est-à-dire ses règles de droit matériel, et non une règle selon laquelle, pour trancher la question posée, il y aurait lieu de se fonder sur la loi d'un autre pays ».

¹⁶³ Voir SCHEFOLD, *op. cit.* (note 49), p. 471, indiquant d'autres références.

¹⁶⁴ Art. 11, par. 4, du projet de Directive.

¹⁶⁵ La Commission d'Etat de Droit International Privé des Pays-Bas a déposé un projet de loi sur les conflits de lois en matière de droits réels. La Section 14 du projet de loi adopte PRIMA pour les titres détenus de manière indirecte. Le projet de loi devrait entrer en vigueur aux Pays-Bas durant l'automne 2001.

¹⁶⁶ Au Royaume-Uni, la transposition initiale de l'art. 9, al. 2, de la Directive concernant le caractère Définitif du Règlement reflétait le caractère restrictif de cette disposition. Le *UK Treasury* a ensuite indiqué son intention d'introduire un texte législatif complémentaire qui étendrait de façon plus générale aux acteurs financiers la protection conférée par l'art. 9, al. 2.

¹⁶⁷ Au Japon, le Conseil Financier annonçait dans un rapport diffusé au mois de juin 1999 que la question des conflits de lois devrait être résolue et faisait spécifiquement référence à la règle PRIMA. Le Ministère de la Justice et l'Agence des Services Financiers (*Financial Services Agency*) travaillent en premier lieu sur la réforme des règles de droit matériel applicables en ce domaine et se focaliseront ensuite sur le problème de conflits de lois. L'adoption de PRIMA ou d'une règle similaire est attendue au Japon dans quelques années.

en Australie¹⁶⁸), en Amérique du Nord (Canada¹⁶⁹) et dans les Caraïbes (aux Bermudes¹⁷⁰, aux Iles Vierges¹⁷¹ et aux Antilles néerlandaises¹⁷²).

Section 5 — Une digression : le système de détention indirecte et la notion de *trust* (ou de fiducie)

Dans les systèmes juridiques qui reconnaissent la notion de *trust* (*fiducie*), certains soutiennent que la solution retenue par PRIMA pourrait aussi prospérer sur le fondement de la règle traditionnelle de la *lex rei sitae* : si un investisseur détient un droit sur des titres détenus dans le cadre d'un système de détention indirecte, le droit de l'investisseur est un droit de copropriété sur les droits détenus par l'intermédiaire concerné, car l'intermédiaire est le *trustee* (fiduciaire) d'un *trust* (fiducie) créé dans l'intérêt de l'investisseur.¹⁷³ Selon les principes traditionnels en matière de conflits de lois, les questions relatives au droit patrimonial afférentes au transfert d'un tel droit seraient régies par la *lex rei sitae*. La question de savoir où est situé, au juste, le droit économique (*beneficial interest*), dépend de la nature précise du droit en question : si l'investisseur a un droit absolu d'exiger la remise *in specie* des actifs composant le patrimoine du *trust* (fiducie), alors le droit économique est situé au lieu de localisation des actifs en question ; si l'investisseur ne détient pas un tel droit absolu, alors le lieu de localisation (*situs*) du droit économique est le lieu de résidence ou de l'établissement principal du *trustee* (fiduciaire). S'agissant de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, l'investisseur n'a *pas* le droit de se voir remettre des titres spécifiques mais seulement le droit d'exiger que lui soit livrée une quantité déterminée de titres équivalents. Dans ces conditions, le lieu de localisation du droit économique est le lieu de résidence ou le lieu de l'établissement principal du *trustee* (fiduciaire). Par conséquent, c'est le droit du lieu de résidence ou du lieu où l'intermédiaire direct de l'investisseur exerce son activité en qualité de *trustee*, qui régit les aspects du droit patrimonial relatif au transfert.¹⁷⁴

¹⁶⁸ Le gouvernement australien envisage l'adoption d'une législation incorporant les principes de PRIMA à la suite de l'approbation par le *Gouvernement's corporations advisory body*.

¹⁶⁹ A la demande de la Conférence pour l'Harmonisation des lois au Canada (*Uniform Law Conference of Canada*), les commissions provinciales en charge des questions relatives aux titres ont mis en place un groupe de travail pour développer et recommander aux gouvernements provinciaux respectifs d'adopter une loi uniforme (harmonisée pour le Québec) sur le transfert des titres (*Securities Transfer Act – STA*) qui a pris pour modèle l'art. 8 modifié de l'UCC aux États-Unis. En outre, en attendant la mise en œuvre par plusieurs provinces canadiennes de la législation d'ensemble STA, *The Ontario Securities Commission* recommande de manière pressante au gouvernement de l'Ontario d'adopter une mesure provisoire comme PRIMA sous forme d'une modification du *Ontario's Business Corporation Act* ou du *Personal Property Security Act*.

¹⁷⁰ Le *Legislative Changes Committee* de la *Bermuda International Business Association* envisage d'adopter PRIMA et a indiqué qu'elle « envisage de façon favorable ces changements ».

¹⁷¹ Le *British Virgin Islands Financial Services Department* étudie actuellement un projet de loi sur la législation PRIMA et l'adoption d'une telle législation est attendue au début de l'année 2001.

¹⁷² Le gouvernement des Antilles Néerlandaises est en train d'envisager sérieusement la mise en application de PRIMA dans sa législation sur les conflits de lois. Cette mise en application pourrait avoir lieu dès le 1^{er} janvier 2001.

¹⁷³ Il convient de souligner que l'utilisation par analogie du *trust* (fiducie) pour les besoins de l'analyse des conflits de lois est entièrement distincte des questions relatives aux droits et aux obligations matérielles des parties. Notamment cela n'implique pas que les intermédiaires (y compris les dépositaires et les conservateurs) soient soumis aux responsabilités très strictes imposées aux *trustees* (fiduciaires) ; leurs responsabilités devraient selon toute vraisemblance dépendre essentiellement des conditions stipulées dans leurs contrats avec leurs clients.

¹⁷⁴ Voir MARK MOSHINSKY, *Securities held through a Securities Custodian – Conflict of Laws Issues*, *Oxford Colloquium on Collateral and Conflict of Laws, Special Supplement to Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, p. 18-21, avec d'autres références ; POTOK, *op. cit.* (note 31), p. 6 et 7, et BENJAMIN, *op. cit.* (note 79), p. 79-84.

Bien que cette analyse ait reçu l'aval de spécialistes reconnus en matière de *trust* (fiducie), certains préfèrent ne pas avoir recours à la *fiction juridique* du lieu de localisation (*situs*) pour des biens incorporels tels que les titres qui font l'objet d'une inscription en compte par voie électronique. En revanche, les spécialistes considèrent qu'il y aurait plutôt lieu d'adopter une règle spécifique prévoyant que s'appliquera la loi du lieu où est situé l'intermédiaire direct de l'investisseur pour régir les questions relatives au droit patrimonial se rapportant à des sûretés portant sur des titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. Une telle règle permettrait d'éviter toute référence artificielle au lieu de localisation.¹⁷⁵

Dans un tel contexte, l'on pourrait également se demander si la *Convention de La Haye du 1^{er} juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance* (la Convention sur les trusts) s'applique au rapport investisseur-intermédiaire dans le cadre de systèmes de détention indirecte. Dans le contexte de la Convention sur les trusts, un trust est un rapport de droit créé par une personne, le constituant du trust (*settlor*), dont les actifs ont été placés sous le contrôle d'un *trustee* (fiduciaire) dans l'intérêt d'un bénéficiaire ou dans un but précis (art. 2, al. 1). L'article 3 précise que la Convention ne s'applique qu'aux trusts *volontairement constitués* (et constatés par écrit), ce qui exclut du champ d'application de la Convention les *trusts par assimilation* (*constructive trusts*).¹⁷⁶ Certains ont soutenu, dans ce contexte, que les trusts nés d'un rapport investisseur-intermédiaire sont *exclus* du champ d'application de la Convention sur les trusts, dans la mesure où ces *trusts* ne sont pas *créés* par un constituant du trust.¹⁷⁷ On pourrait, cependant, faire valoir la thèse contraire ; l'analyse que l'on fait de cette question pouvant en partie dépendre de la documentation et des circonstances propres à un cas donné. Pour les besoins de la Convention proposée, le point essentiel serait de bien préciser que, dans les cas où l'on considère qu'un régime de détention indirecte a entraîné la constitution d'un trust auquel s'applique la Convention sur les trusts, la règle en matière de conflit de lois retenue dans le cadre de la nouvelle Convention proposée prévaudra sur celle qui figure dans la Convention sur les trusts si tant est qu'il y ait incompatibilité entre les deux règles.

Section 6 — Le problème du conflit de lois en l'absence de toute règle précise destinée à s'appliquer au système de détention indirecte : l'exemple de la Suisse

Une présentation plus détaillée de la situation en Suisse apparaît intéressante pour deux raisons : tout d'abord, la Suisse dispose d'un marché financier important avec de nombreuses ramifications internationales ; ensuite, une loi moderne et détaillée relative au droit international privé est entrée en vigueur en 1989. En outre, l'analyse en droit suisse, des problèmes de conflit de lois relatifs aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte, met en lumière de nouvelles caractéristiques qui sont intéressantes et à propos. Toutefois, de façon surprenante, cette analyse apparaît plutôt compliquée et est ainsi source d'une incertitude significative qu'il convient d'aborder.

¹⁷⁵ Voir notamment GOODE, *op. cit.* (note 31), p. 22 et 23, et POTOK, *op. cit.* (note 31), p. 7.

¹⁷⁶ Voir le Rapport Explicatif sur la Convention, rédigé par ALFRED E. VON OVERBECK, dans Actes de la 15^e session, tome II, Trusts – droit applicable et reconnaissance, La Haye 1985, p. 380, par. 49.

¹⁷⁷ Voir GOODE, *op. cit.* (note 31), p. 23, note 11.

I. Les titres dématérialisés et les titres représentés par un certificat en droit suisse

Comme les règles de droit matériel de beaucoup de pays, le droit suisse accorde un traitement différent aux titres, selon qu'ils sont dématérialisés ou représentés par un certificat.

Les titres *représentés par un certificat* déposés auprès du dépositaire central suisse, la SEGAINTERSETTLE (SIS) sont considérés comme des biens fongibles. À ce titre, ils font l'objet de droits de propriété et d'autres droits réels. En achetant de tels titres, l'investisseur acquiert, au prorata, un droit de propriété en qualité de copropriétaire de la masse des titres déposés auprès du SIS, et non un droit de propriété exclusif sur des titres individuels.¹⁷⁸ Les dispositions contractuelles du SIS prévoient que la SIS n'acquiert aucun droit de propriété sur les titres déposés dans ses coffres.

En principe, la propriété des titres représentés par un certificat est transférée par la mise en possession, c'est-à-dire par la remise du titre (art. 714 du Code civil suisse, ci-après dénommé CC). Dans un même ordre d'idée, pour qu'un gage soit valable, il faut qu'il y ait mise en possession des titres et le gage ne sera pas opposable aux tiers tant que le constituant conserve la possession exclusive des titres. Dans un système de détention indirecte, le SIS a la possession directe des titres et les intermédiaires et investisseurs en ont la possession dérivée (indirecte). Cela étant, dans une telle situation, la possession peut être transférée sans remise, si une tierce partie reste en possession des titres en raison d'une relation juridique spéciale, telle qu'un contrat (art. 924 du CC). C'est cet autre mode de transfert qui s'applique dans le cadre d'un système de détention indirecte : la SIS, en tant que tierce partie, conserve la possession directe de l'ensemble des titres déposés auprès de lui, conformément au contrat. La mise en possession sans livraison physique des titres est donc effectuée par inscription en compte.

Les titres *dématérialisés* sont toutefois considérés comme de simples droits personnels ou contractuels à l'égard de l'émetteur.¹⁷⁹ Par conséquent, ces titres doivent être transférés ou mis en gage conformément aux dispositions relatives au transfert ou à la mise en gage de créances. Ainsi, la cession ou le gage doit faire l'objet d'un écrit.¹⁸⁰

En résumé, selon le type de titres concerné, c'est-à-dire selon qu'il s'agit de titres dématérialisés ou de titres représentés par un certificat, la nature juridique des droits que l'investisseur a sur les titres en question varie : l'investisseur détiendra un droit réel (*in rem*) s'agissant de titres représentés par un certificat, et un droit contractuel s'agissant des titres dématérialisés. Cette distinction est essentielle lorsqu'il s'agit de décider quelles règles de conflits de lois s'appliquent aux opérations sur des titres détenus indirectement.

II. Les questions relatives aux conflits de lois

Les problèmes de conflit de lois sont régis par la loi fédérale sur le droit international privé de 1987 (ci-après la LDIP). Il convient, dans un premier temps, de noter qu'aucune disposition particulière n'aborde le cas précis d'un système de détention indirecte de titres. La question de savoir quelles dispositions « générales » s'appliquent, va dépendre

¹⁷⁸ Même si une société émet un ou plusieurs certificats globaux (*global certificates*), la doctrine et la pratique juridique tiennent tout de même pour acquis que l'investisseur détient un droit réel sur les titres.

¹⁷⁹ Voir, par exemple, D. ZOBL / C. LAMBERT, Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere, *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse du droit des affaires/Swiss review of business law*, 1991 vol. 3, p. 129.

¹⁸⁰ Pour la cession de créances : art. 164 à 174 du Code suisse des obligations, ci-après dénommé CO, l'exigence d'un écrit étant formulée à l'art. 165 du CO ; pour la mise en gage de créances : art. 899 à 906 du CC.

de la nature du droit sur le titre en cause, ainsi que du type d'opération envisagé. Trois dispositions doivent être envisagées :

- l'article 100 du LDIP pour le *transfert en pleine propriété de titres représentés par un certificat* ;
- l'article 105 du LDIP pour la mise en gage de titres représentés par un certificat ou de titres dématérialisés ;
- l'article 145 du LDIP pour le *transfert en pleine propriété de titres dématérialisés*.¹⁸¹

A. Les titres représentés par un certificat

1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété

Comme nous l'avons mentionné plus haut, les titres représentés par un certificat sont considérés, en droit suisse, comme des *biens meubles*. Ceci étant, il convient de remarquer que la LDIP ne contient pas de disposition spécifique relative au « *transfert de propriété à titre de garantie* », (*Sicherungsübereignung*). Ainsi, on doit tout d'abord vérifier si un tel transfert de propriété peut être assimilé à une catégorie existante de sûretés. Toutefois, il apparaît que deux options différentes peuvent légitimement être prises en considération. Comme ces deux options conduisent à des résultats différents, l'objectif de sécurité juridique et de prévisibilité n'est pas atteint.

La première option retient qu'un « *transfert de propriété à fin de sûreté* », doit être assimilé à un *transfert en pleine propriété* de titres représentés par un certificat (*certificated securities*). En conséquence, les aspects relatifs au droit patrimonial devraient être régis par la règle générale de l'article 100 de la LDIP sur le transfert de biens mobiliers qui est la *lex rei sitae*.¹⁸² Aux termes de l'alinéa 1 de cet article, l'acquisition et la perte de droits sur des biens meubles relèvent du droit de l'État où sont situés les biens au moment du transfert. Etant donné que les droits sur des titres représentés par un certificat sont considérés comme des droits de propriété, le lieu de localisation du certificat, c'est-à-dire le *lieu du dépositaire central ou de son conservateur dans les coffres duquel sont conservés les certificats*, détermine les règles de droit matériel applicables.¹⁸³

Selon la deuxième approche, le « *transfert de propriété à titre de garantie* » serait davantage assimilé à une mise en gage puisque le transfert de propriété vise à garantir une opération. En conséquence, un « *transfert de propriété à titre de garantie* » serait régis par la loi applicable aux *mises en gage*. L'analyse suivante démontrera que si tel est le cas, alors deux formes de transfert de propriété de titres peuvent conduire à des résultats sensiblement différents – le critère applicable pour déterminer la loi applicable au « *transfert de propriété à titre de garantie* » serait différent de celui applicable à un transfert en pleine propriété.

¹⁸¹ Pour les commentaires suivants, voir notamment DIETER ZOBL, *Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht)*, manuscrit d'une présentation au sous-comité E10 du comité E de la IBA à Francfort en automne 1999, à paraître dans *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht / Revue suisse de droit des affaires / Swiss review of business law*, 2001, vol. 2 ; REBER, *op. cit.* (note 31), p. 24 à 27.

¹⁸² ZOBL, *op. cit.* (note 181), p. 11. L'art. 100 du LDIP dispose que : « 1. L'acquisition et la perte de droits réels mobiliers sont régies par le droit du lieu de situation du meuble au moment des faits sur lesquels se fondent l'acquisition ou la perte. 2. Le contenu et l'exercice de droits réels mobiliers sont régis par le droit du lieu de situation du meuble. »

¹⁸³ En règle générale, les mêmes règles de droit matériel s'appliqueront aussi au contenu et à l'exercice de droits réels sur ces titres représentés par un certificat (art. 100, par. 2 LDIP).

2. La mise en gage

L'article 105 de la LDIP traite notamment de la mise en gage de « papiers valeurs » et constitue une disposition spéciale qui déroge au principe général de la *lex rei sitae* énoncé à l'article 100 de la LDIP. Cette disposition comporte un facteur de rattachement subjectif ainsi qu'un facteur objectif. L'article 105, paragraphe 1, de la LDIP prévoit que la mise en gage de papiers valeurs est soumise au droit choisi par les parties dans l'acte de mise en gage; toutefois, ce choix du droit applicable n'est pas opposable aux tiers.¹⁸⁴ Lorsque les droits de tiers sont concernés et à moins que ces derniers n'acceptent la loi choisie par les parties dans l'acte de mise en gage, la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste sera la loi applicable. L'article 105 soulève ainsi d'importantes incertitudes dans la mesure où un tiers peut choisir à son gré que ses droits soient déterminés par la loi choisie par les parties dans l'acte de mise en gage ou par la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste.¹⁸⁵ Par conséquent, pour obtenir un droit valable sur des papiers valeurs, le créancier-gagiste (bénéficiaire du gage) devra toujours s'assurer que les formalités relatives à la loi choisie par les parties *et* celles relatives à la loi du lieu de la résidence habituelle du créancier-gagiste ont été respectées. Ceci laisse les parties à l'acte de mise en gage dans une sécurité juridique relative car la question cruciale pour les parties est précisément de savoir si elles ont un droit opposable aux tiers.¹⁸⁶

En l'absence d'un choix valable quant au droit applicable, le nantissement de *titres* est soumis au droit du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste.¹⁸⁷

Il convient de noter toutefois que le créancier-gagiste intervient souvent en qualité d'intermédiaire et que, par conséquent, c'est le lieu de résidence habituelle de l'intermédiaire qui s'appliquera (dans la mesure où le choix du droit applicable effectué par les parties ne prévaut pas).¹⁸⁸

B. Les titres dématérialisés

1. Le transfert de propriété à titre de garantie / le transfert en pleine propriété

Comme pour les titres représentés par un certificat (*certificated securities*), le transfert de titres dématérialisés peut être caractérisé de deux façons différentes. Tout d'abord on peut l'assimiler à un transfert d'une *créance* qui s'opère par *cession*. L'article 145 de la LDIP prévoit que la cession d'une créance relève de la loi choisie par les parties dans le contrat de cession, ou en l'absence d'un tel choix, par la loi régissant la créance.¹⁸⁹ A

¹⁸⁴ L'art. 105, al. 1, dispose que : « la mise en gage de créances, de papiers valeurs ou d'autres droits, est régie par le droit choisi par les parties. Cette élection de droit n'est pas opposable aux tiers. »

¹⁸⁵ PIUS FISCH, dans Honsell / Vogt (éds.), *Kommentar zum Schweizerischen Internationalen Privatrecht*, Bâle 1996, ad art. 105, note 12 ; ZOBL, *op. cit.* (note 181), p. 11.

¹⁸⁶ Voir par exemple, REBER, *op. cit.* (note 31), p. 26.

¹⁸⁷ L'art. 105, al. 2, a la teneur suivante : « A défaut d'élection de droit, la mise en gage de créances et de titres est régie par le droit de l'Etat de la résidence habituelle du créancier-gagiste : la mise en gage d'autres droits est régie par le droit qui s'appliquent à ceux-ci. »

¹⁸⁸ REBER, *op. cit.* (note 31), p. 26.

¹⁸⁹ L'art. 145 est placé sous la titre *Transfert de créances 1. Par cession contractuelle* et dispose que :

« 1. La cession contractuelle de créances est régie par le droit choisi par les parties ou, à défaut de choix, par le droit applicable à la créance cédée ; le choix par le fait du cédant et du cessionnaire n'est pas opposable au débiteur sans son approbation.

première vue, cette disposition semble laisser une large place au choix de la loi applicable. Il convient de remarquer, toutefois que selon l'article 145, alinéa 1, le choix de la loi ne peut être invoqué à l'encontre du débiteur de la créance cédée. Ainsi, en l'espèce, le choix de la loi ne peut être invoqué contre l'émetteur de titres dématérialisés sans le consentement de ce dernier. En outre, selon certains auteurs, il y a lieu d'appliquer par analogie l'art. 105, alinéa 1, selon lequel le choix de la loi n'est pas opposable envers les tiers qui n'ont pas consenti à un tel choix.¹⁹⁰ En l'absence de choix valable des parties quant à la loi applicable (cette absence pouvant résulter de l'opposition faite par un tiers), la loi régissant le créance cédée, devrait s'appliquer. Dans le cas d'actions, la loi applicable serait la loi de l'émetteur et dans le cas de titres de créance, la loi régissant la convention relative au titre de créance.¹⁹¹

Selon une deuxième approche, le transfert de propriété devrait être considéré comme une *mise en gage*.

2. La mise en gage

La règle spécifique concernant les conflits de lois en matière de titres dématérialisés se trouve à l'article 105 de la LDIP concernant la mise en gage de « créances » et d'« autres droits ». Comme pour les titres représentés par un certificat, la mise en gage de titres dématérialisés, qu'il s'agisse de créances ou d'autres droits, relève du droit choisi par les parties. Mais, ici encore, le choix du droit applicable n'est pas opposable aux tiers. En l'absence d'une élection de droit valable, la mise en gage de « créances » relève de la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste, alors que la mise en gage d'« autres droits », relève de la loi régissant ces autres droits en question (art. 105, al. 2, de la LDIP).¹⁹² Dans la mesure où la question de savoir si les titres dématérialisés relèvent de la catégorie des « créances » ou des « autres droits », est contestée, l'application de cette disposition pose une première difficulté majeure. Ensuite, la référence à la loi régissant les « autres droits » est difficile à appliquer en pratique ; il semblerait que dans le cas de titres dématérialisés, elle entraîne l'application de la loi du lieu de localisation de l'émetteur.¹⁹³

Ainsi, lorsqu'il s'agit de titres dématérialisés il y a une double incertitude. La question de savoir si les titres dématérialisés peuvent être considérés comme des « créances » ou « d'autres droits » ainsi que celle relative à la manière dont le critère relatif aux « autres droits » devrait s'appliquer ne sont pas tranchées. Une analyse plus détaillée de la question, qui n'a pas encore été effectuée à ce jour, dépasserait le cadre de ce Rapport.¹⁹⁴

-
2. L'élection du droit relatif à la cession d'une créance d'un travailleur n'est valable que dans la mesure où l'article 121, 3^e alinéa, relatif au contrat de travail, l'admet.
 3. La forme de la cession est exclusivement régie par le droit applicable au contrat de cession.
 4. Les questions concernant exclusivement les relations entre cédant et cessionnaire sont régies par le droit applicable au rapport juridique à la base de la cession. »

¹⁹⁰ Pour un débat relatif à cette question, voir FELIX DASSER, dans Honsell / Vogt (éds.), *Kommentar zum Schweizerischen Internationales Privatrecht*, Bâle 1996, ad art. 145, note 12.

¹⁹¹ REBER, *op. cit.* (note 31), p. 27.

¹⁹² Voir *supra*, note 187.

¹⁹³ Voir CHRISTOPH BRUNNER, *Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Berne 1996, p. 108 et 109.

¹⁹⁴ Voir, cependant, l'ouvrage devant paraître signalé à la note * qui comprendra une analyse de cette question.

III. Conclusion

Selon le type de titres en cause et le type d'opérations de constitution de sûreté envisagé, au moins *quatre règles de droit matériel différents* pourraient s'appliquer : (i) la loi du lieu de localisation des certificats, la *lex rei sitae*, (ii) la loi choisie par les parties à l'opération de sûreté, (iii) la loi du lieu de résidence habituelle du créancier-gagiste, (iv) la loi de l'émetteur ou, (v) dans le cas de titres de créances, la loi régissant la convention relative au titre de créance. Cette diversité des solutions possibles entraîne une grande insécurité juridique sur la question de la loi applicable en matière d'opposabilité aux tiers d'un droit sur des titres. Le manque actuel d'une législation à part entière et de dispositions législatives claires sur cette question est considéré comme un véritable danger pour le bon fonctionnement du marché suisse des titres.¹⁹⁵ Bien que les dispositions juridiques de la LDIP puissent être sujettes à des interprétations pouvant entraîner l'application de la loi du pays où est situé l'intermédiaire direct, la question semble cependant trop importante pour être laissée à cette vague éventualité d'une interprétation en quête d'une solution désirée. En cas de litige, une incertitude demeure quant aux solutions qui seront retenues par les tribunaux.¹⁹⁶

¹⁹⁵ REBER, *op. cit.* (note 31), p. 27.

¹⁹⁶ REBER, *op. cit.* (note 31), p. 27.

CONCLUSION

Ce Rapport a exposé les deux approches qui, théoriquement, pourraient être adoptées pour identifier la loi applicable aux questions relatives au droit patrimonial afférent à une opération de constitution de sûreté dans le cadre d'un système de détention indirecte : la méthode de « l'approche de la transparence » et la méthode du lieu de la localisation de l'intermédiaire direct (PRIMA, « *place of the relevant intermediary approach* »). La première approche, qui cherche à déterminer quelle est la loi en fonction du lieu où se trouvent effectivement les titres en question, paraît hautement problématique et ne manquerait pas de poser, sur le plan pratique, de très sérieux problèmes. Selon l'autre approche, lorsque une sûreté sur titres est consentie par le moyen d'inscriptions en compte auprès d'un intermédiaire, le bénéficiaire de la sûreté n'aura qu'à se référer à la loi de l'intermédiaire afin de déterminer la validité et l'ordre de priorité du droit du bénéficiaire de la sûreté (*collateral taker*) à l'égard des tiers. Selon le présent Rapport, cette approche semble fondée, pratique et constitue une réponse parfaitement adaptée au problème concerné : en effet, dans la plupart des systèmes de détention indirecte, le seul lieu où l'on puisse trouver une quelconque preuve des droits du bénéficiaire de la sûreté serait le lieu où les livres sont tenus par leur intermédiaire direct.

Ce Rapport va plus loin et arrive à la conclusion que PRIMA devrait s'appliquer non seulement aux opérations qui impliquent la constitution de sûretés mais devrait également s'étendre à une cession en pleine propriété de titres qui sont détenus par une chaîne d'intermédiaires.

PRIMA a déjà été consacré à plusieurs reprises, tant au niveau national que régional. De plus, plusieurs mesures législatives actuellement à l'étude conduiront (vraisemblablement) aussi à l'adoption de PRIMA – ce qui confirme une nouvelle fois le bien fondé de la solution envisagée dans la Convention de La Haye proposée. Insistons en outre sur le fait qu'une convention dont la portée est mondiale serait également dans l'intérêt des États qui ont déjà intégré la règle du lieu de localisation de l'intermédiaire direct (PRIMA): plus il y a d'États qui adoptent cette approche, plus l'on assurera en ce domaine la prévisibilité et la sécurité juridique nécessaires à un marché financier qui devient de plus en plus mondial. L'adoption d'une règle uniforme serait à la fois dans l'intérêt des pays qui ont déjà un marché financier sophistiqué et des pays dont les marchés financiers sont en voie de développement ; elle constituerait également un intérêt pour tous les intervenants des marchés financiers qu'ils soient prêteurs ou emprunteurs.

La Convention proposée – qui se limite, rappelons-le, aux *questions relatives aux conflits de lois* – n'exigera en aucune façon une modification des dispositions de droit interne régissant la nature du droit qu'un investisseur a sur des titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte. C'est justement ce champ d'application restreint qui devrait permettre à la Convention proposée d'être adoptée avant la fin de 2001. L'étape suivante consistant à harmoniser les règles de *droit matériel* régissant la nature des droits sur des titres détenus par le truchement d'intermédiaires est un vaste projet qui pourrait être envisagé dans un proche avenir, soit par la CNUDCI soit par UNIDROIT.

L'objectif de ce Rapport était de donner aux délégués qui seront présents à la prochaine réunion des Experts (janvier 2001) relative au *droit applicable aux actes de disposition de titres détenus dans le cadre de systèmes de détention indirecte*, quelques informations élémentaires indispensables pour le travail d'analyse devant déterminer s'il semble réaliste, dans le cadre de Conférence de la Haye de préparer et d'adopter dans le cadre d'une « procédure accélérée », une nouvelle Convention sur ces questions, dans la mesure du possible avant la fin de l'année 2001.

En plus de la question principale concernant la détermination de facteurs de rattachement appropriés pour déterminer le droit applicable aux actes de disposition de titres détenus

dans le cadre de systèmes de détention indirecte, les Experts devront étudier de près les questions de la *définition des titres* (champ d'application matériel de la Convention proposée), l'effet des *lois d'application immédiate*, et les facteurs qu'il conviendrait de retenir afin de pouvoir fixer géographiquement le lieu de la situation de l'intermédiaire. La réunion des experts devra en outre se pencher sur la question de savoir si la Convention proposée devrait être *d'application générale* (ce qui est effectivement suggéré par le présent Rapport).

Malgré le nombre de questions qui doivent être abordées, le présent Rapport considère que l'objectif d'adopter une convention avant la fin de l'année 2001 est en effet réalisable. A ce jour, les intervenants sur les marchés financiers ne sont pas en mesure de déterminer facilement et de façon non-équivoque quelle loi s'applique aux aspects du droit patrimonial des actes de disposition relatifs aux droits sur des titres détenus au travers de systèmes de détention indirecte. Les risques qui en résultent sont extrêmement importants dans la mesure où chaque jour des titres détenus dans un système de détention indirecte d'une valeur de plusieurs centaines de milliards de dollars, d'Euros ou de Yen sont remis à titre de garantie dans le cadre d'opérations impliquant un élément transfrontalier. Le problème semble ainsi être de la plus haute importance pour le marché financier international et doit être résolu dans les plus brefs délais.

Annexe A

Liste des experts ayant fait des commentaires sur des versions précédentes de ce Rapport :

Nom	Organisation / Entreprise
Afrell, Lars	Swedish Ministry of Finance Drottninggatan 21 10333 Stockholm Sweden
Almeida Prado, Fernando	Pinheiro Neto Rua Boa Vista, 254 01014-907 São Paulo-SP Brazil
Bazinas, Spiros	UNCITRAL Secretariat PO BOX 500 Vienna International Centre 1400 Vienna Austria
Benjamin, Joanna	Clifford Chance 200 Aldersgate Street London, EC1A 4JJ England
Brandman, Lawrence	Goldman, Sachs & Co. One New York Plaza New York, NY 10004 United States of America
Crawford, Bradley	McCarthy Tétrault Toronto Dominion Bank Tower Toronto, Ontario M5K 1E6 Canada
Curran, Lisa	Brosio, Casati E Associati Via Bertoloni 3/d 00197 Rome Italy
Danusso, Massimiliano	Brosio, Casati E Associati Via Bertoloni 3/d 00197 Rome Italy
Devos, Diego	Euroclear Operations Centre 1, Boulevard du Roi Albert II 1210 Brussels Belgium

Nom	Organisation / Entreprise
Dupont, Philippe	Arendt & Medernach 8-10, Rue Mathias Hardt BP 39 L-2010 Luxembourg Luxembourg
van Eps, Randolph	Promes Trenité Van Doorne Julianaplein 22 PO Box 504 Curaçao Netherlands Antilles
Epstein, Patricia	Morgan Stanley Dean Witter 1221 Avenue of the Americas New York, NY 10020 United States of America
Evans, Rachel	HM Treasury Parliament Street London, SW1P 3AG England
Garcimartin, Francisco	Autonomous University of Madrid Private International Law Department Madrid 28049 Spain
Girsberger, Daniel	Wenger Vieli Belser Postfach 8034 Zürich Switzerland
Goode, Sir Roy	St. John's College Oxford University Oxford, OX1 3JP England
Granoux, Jean	Crédit Agricole 91, Boulevard Pasteur 75015 Paris France
Gynn, Randall	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America

Nom	Organisation / Entreprise
Hansen, Joyce	Federal Reserve Bank of New York Legal Department 33 Liberty Street New York, NY 10045-0001 United States of America
Kanda, Hideki	University of Tokyo Faculty of Law 7-3-1 Hongo Bunkyo-ku Tokyo 113-0033 Japan
Känzig, David	Thouvenin, Stutzer, Eggimann & Partner Limmatquai 4 8024 Zürich Switzerland
Keat, Alan	Travers Smith Braithwaite 10 Snow Hill London, EC1A 2AL England
Kortright, Richard	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America
Löber, Klaus	European Central Bank Kaiserstraße 29 60311 Frankfurt am Main Germany
Maffei, Antoine	De Pardieu Brocas Maffei & Leygonie 64-66, Avenue d'Iéna 75116 Paris France
Meredith, Bronwyn	The Australian Treasury Parkes Place Parkes, ACT 2600 Australia
Nizard, Frédéric	BNP Paribas 3, Rue D'Antin 75078 Paris France
Nygh, Peter	7/17 Holbrook Avenue Kirribilli, NSW 2061 Australia

Nom	Organisation / Entrepise
Pare, Max	Ontario Securities Commission 20 Queen Street West Box 55 Toronto, Ontario M5H 3S8 Canada
Perezalonso Eguia, Pablo	Ritch, Heather and Mueller Ambores No. 5 Col. Juárez 06600 Mexico, D.F. Mexico
Rank, Willem	Nauta Dutilh Prinses Irenestraat 59 1077 WV Amsterdam Netherlands
Reitz, Curtis	University of Pennsylvania School of Law 3400 Chestnut Street Philadelphia, PA 19104 United States of America
Rogers, James	Boston College School of Law 885 Centre Street Newton, MA 02459 United States of America
Sedolin, Mikael	Swedish Ministry of Finance Drottninggatan 21 10333 Stockholm Sweden
Smith, Richard	Davis Polk & Wardwell 450 Lexington Avenue New York, NY 10017 United States of America
Sommer, Joseph	Federal Reserve Bank of New York 33 Liberty Street New York, NY 10045 United States of America
Spink, Eric	Alberta Securities Commission 300 5 th Avenue South West Calgary, Alberta 32P C34 Canada
Struycken, Teun	Nijmegen Law School Posbus 9049 6500 KK Nijmegen The Netherlands

Nom	Organisation / Entreprise
Tarn, Peter	Harney Westwood & Riegels Craigmuir Chambers PO Box 71 Road Town Tortola British Virgin Islands
Themudo Lessa, Tiago	Pinheiro Neto Rua Boa Vista, 254 01014-907 São Paulo-SP Brazil
de Vauplane, Hubert	BNP Paribas 3, Rue D'Antin 75078 Paris France
Vogt, Nedim Peter	Bär & Karrer Seefeldstrasse 19 8024 Zürich Switzerland
Wiener, Jack	The Depository Trust Company 55 Water Street New York, NY 10041 United States of America
Woods, William	The Bermuda Stock Exchange PO Box HM 1369 Church Street Hamilton HMFY Bermuda

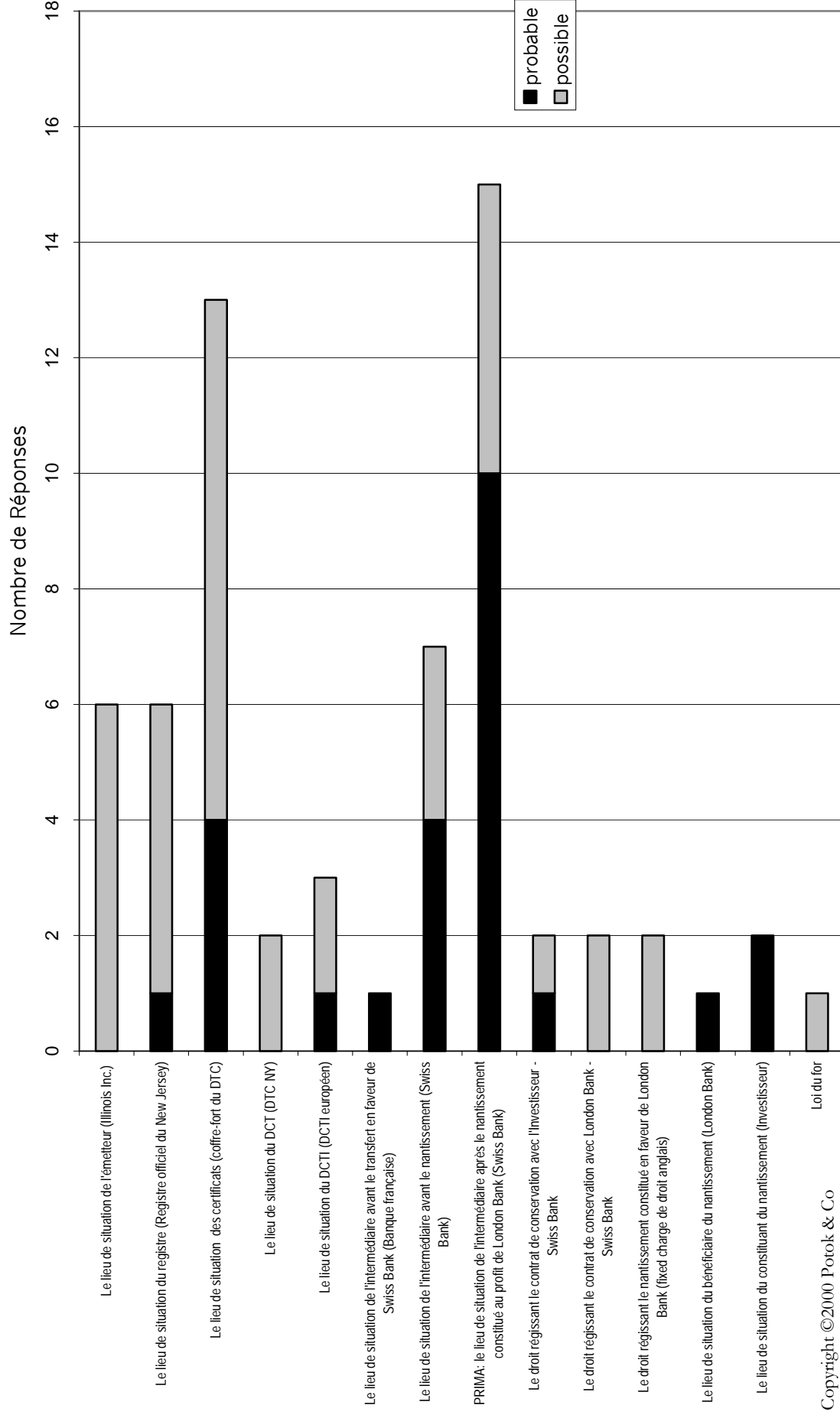
Annexe B

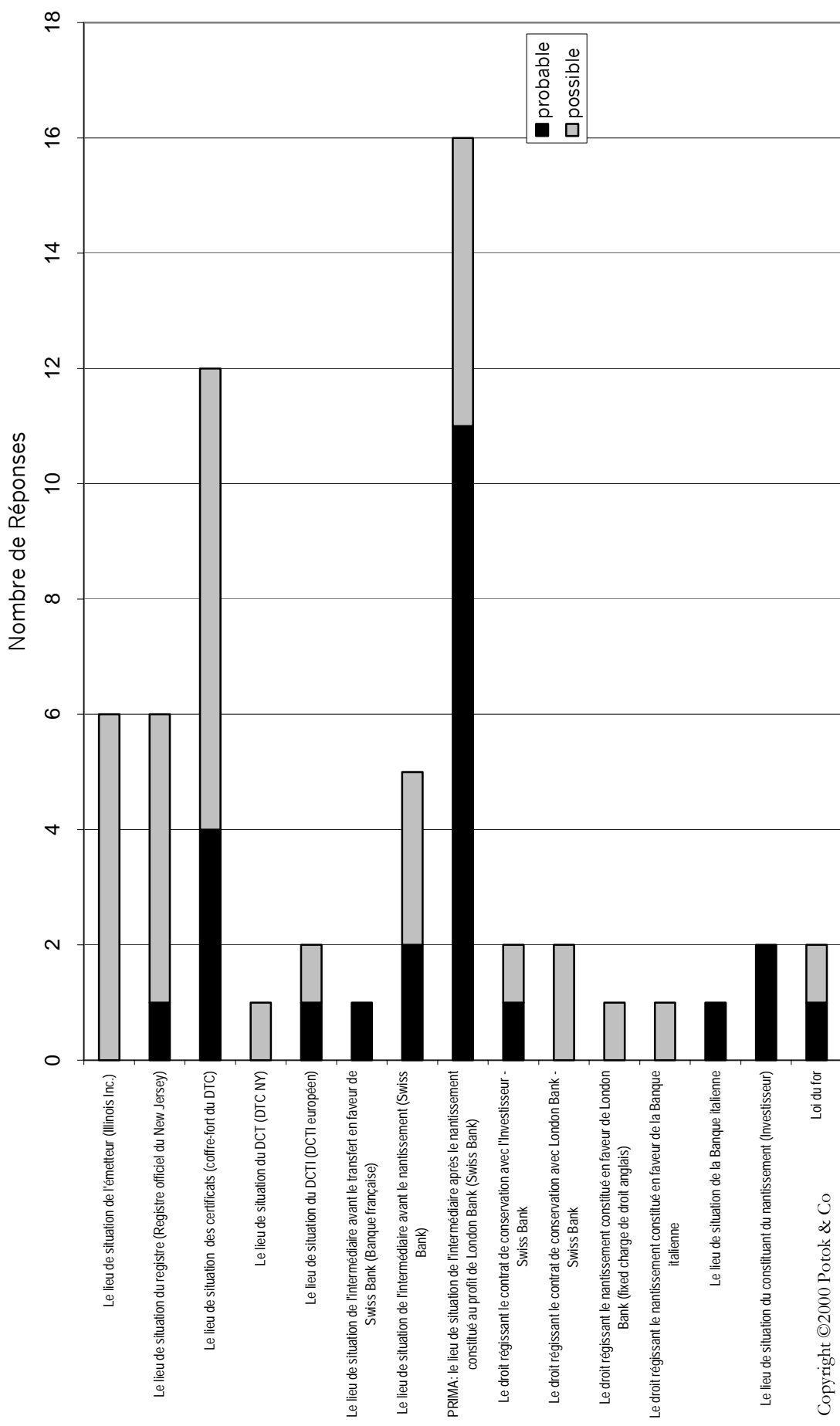
Liste des pays ayant passés en revue le questionnaire

Afrique du Sud
Allemagne
Australie
Autriche*
Belgique
Brésil*
Canada (Ontario)
Canada (Québec)
Corée
Danemark
Espagne*
Finlande
France
Grèce
Hong Kong*
Irlande**
Italie*
Japon
Luxembourg*
Malte
Mexique*
Les Pays-Bas
Portugal
Royaume-Uni
Singapour
Suède
Suisse
USA (New York)

* La loi applicable désignée par ces Etats comprend les règles étrangères de conflits de lois. Toutefois, certains de ces Etats n'accepteraient pas un *renvoi* vers la loi d'un Etat tiers (*renvoi au deuxième degré*).

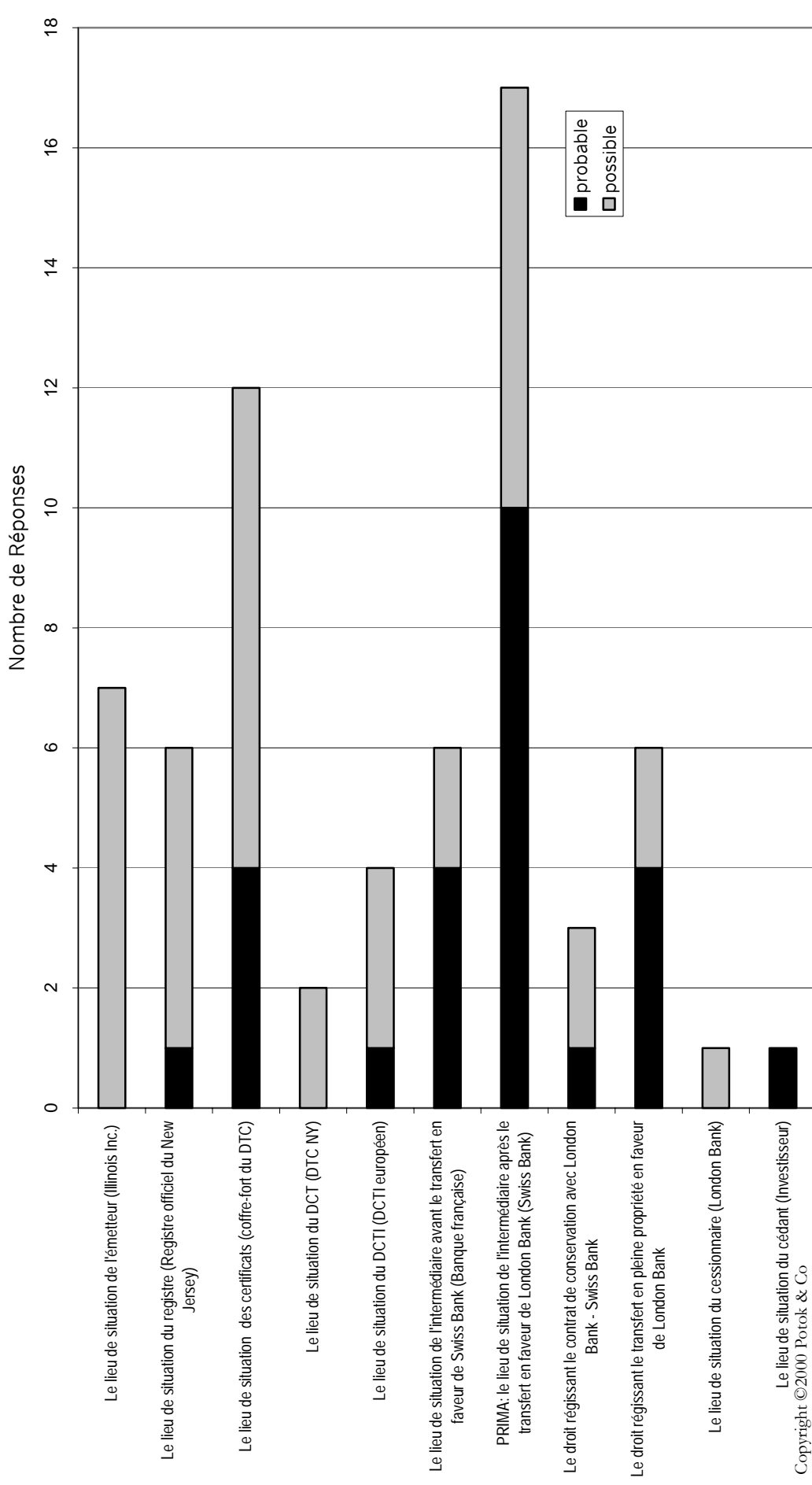
** En Irlande, il n'a pu être déterminé si les tribunaux prennent aussi en compte les règles étrangères de conflits de lois.





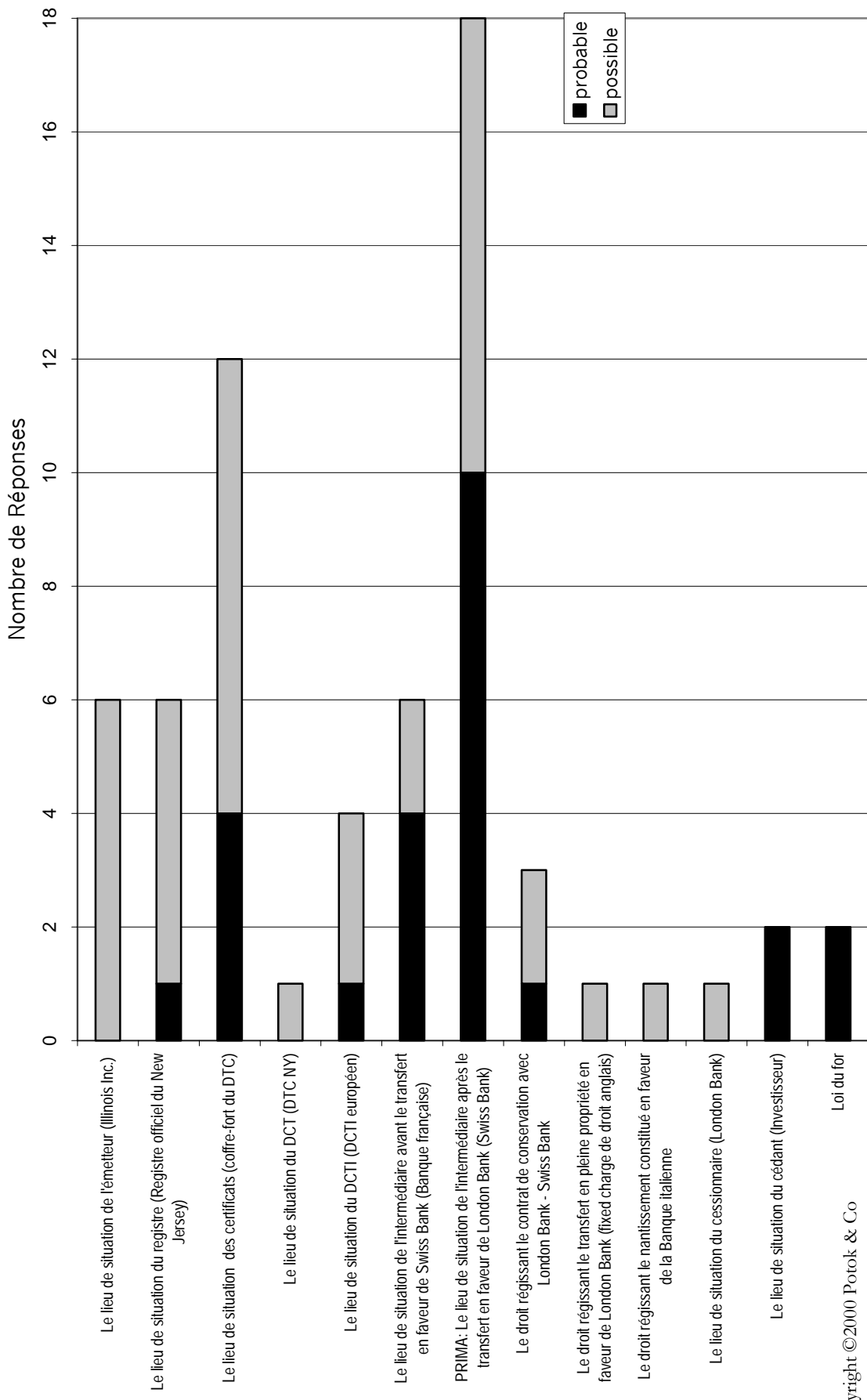
Transfert en Pleine Propriété d'Actions d'Illinois Inc. — Caractère Définitif

Schéma 3



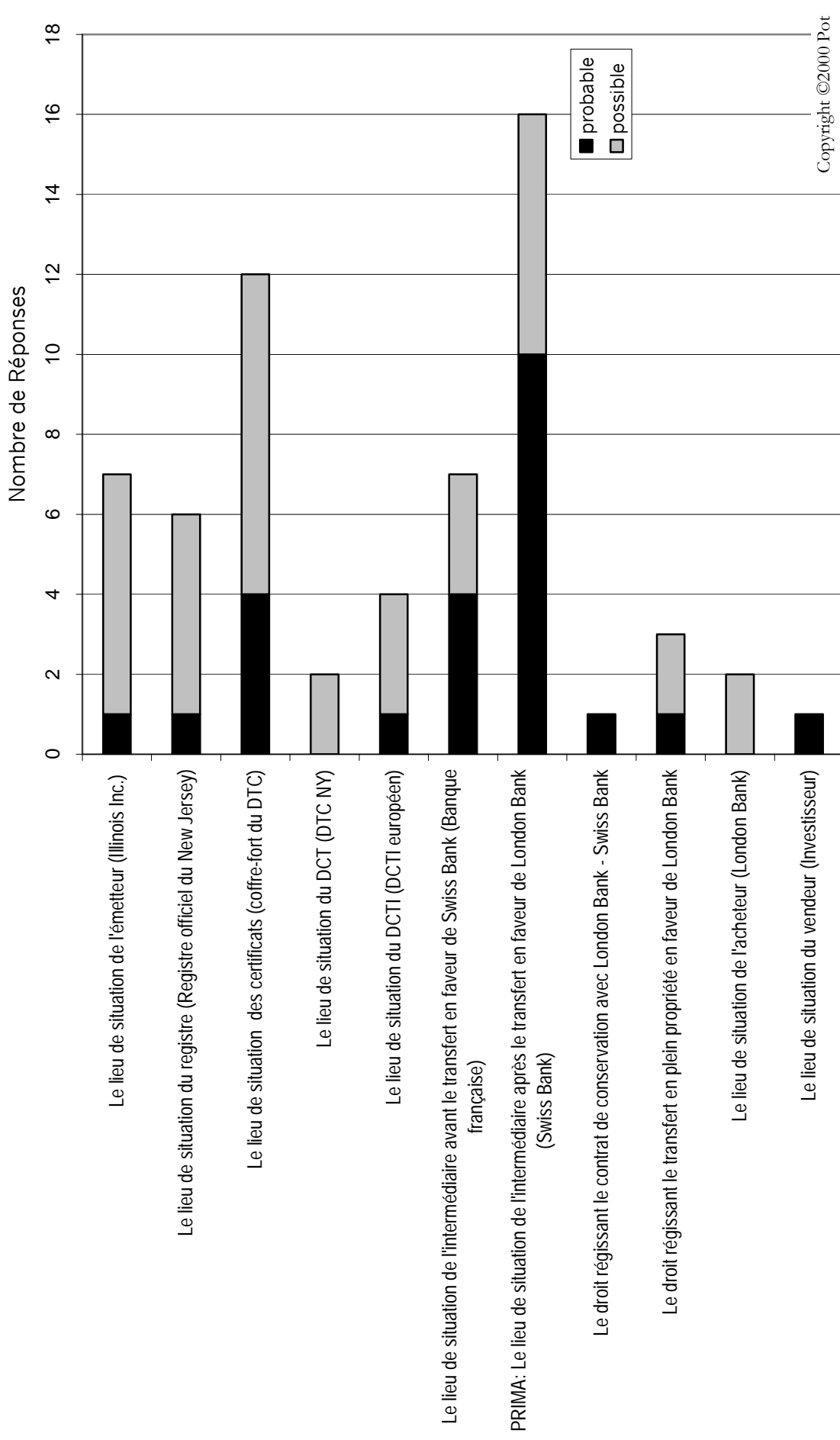
Transfert en Pleine Propriété d'Actions d'Illinois Inc. — Rang des Créanciers

Schéma 4



Vente — Caractère Parfait

Schéma 5



Vente — Rang des Créanciers

Schéma 6

