

RECHTSLEER

DOCTRINE

La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002

Jean-Pierre Deguée et Diego Devos¹

I. Introduction	7
A. Particularisme des titres intermédiés	7
B. Apparition d'une règle de conflit de lois spécifique	10
1. <i>Précédents communautaires</i>	10
2. <i>Limites des solutions communautaires</i>	13
II. La Convention de La Haye	15
A. Présentation générale	15
B. Examen de la Convention	16
1. <i>Champ d'application</i>	16
2. <i>Domaine de la loi applicable</i>	17
a) La nature et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres en compte ..	18
b) La nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres	19
c) Les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres	20
d) La priorité de droits concurrents	20
e) Les obligations d'un intermédiaire lorsqu'un droit concurrent est invoqué	20
f) Les conditions de réalisation d'un droit	20
g) Droits aux dividendes, revenus, ou remboursements, produits de cession ou autres produits	21
3. <i>Facteur de rattachement</i>	21
a) Rattachement principal	22
b) Débats suscités par le facteur de rattachement principal	23
c) Rattachements subsidiaires	26
4. <i>Changement de la loi applicable – Conséquences</i>	27
5. <i>Incidence d'une procédure d'insolvabilité</i>	27
6. <i>Ordre public et lois de police</i>	28
7. <i>Droit transitoire</i>	29
8. <i>Dispositions générales</i>	30
a) États à plusieurs "unités territoriales"	30
b) Interdiction du renvoi	30
c) Interprétation uniforme	30
d) Refus de réserves	31
III. Conclusion	31

¹ Jean-Pierre Deguée est conseiller à la Commission bancaire, financière et des assurances et maître de conférences aux Facultés universitaires catholiques de Mons. Diego Devos est juriste d'entreprise, Deputy General Counsel, Euroclear SA. Pour autant que de besoin, on précise que les opinions exprimées le sont à titre personnel.

RÉSUMÉ

L'étude porte sur la Convention de La Haye établissant un nouveau régime de droit international privé pour les titres inscrits en compte, par référence, en règle, à la loi régissant la convention de compte. Vu la nature à la fois conventionnelle et incorporelle d'un compte-titres, souvent caractérisé par divers éléments (conclusion du contrat d'ouverture de compte, gestion des entrées, réception des instructions et appels du titulaire, processus informatique, stockage des données, envoi des extraits de compte, etc.) qui peuvent chacun se trouver dans différents pays, le recours à la "lex rei sitae" classique devait être revu en faveur d'une approche pragmatique basée sur l'autonomie de la volonté. Une telle démarche, aussi justifiée par l'importance des opérations scripturales sur titres de nos jours, a cependant appelé la critique de certains (en particulier, la Banque centrale européenne) qui plaident pour un report, voire un abandon de cette Convention, ce que les auteurs récusent après discussion des arguments avancés.

SAMENVATTING

Deze studie heeft betrekking op het Verdrag van Den Haag waarbij een nieuwe regeling van internationaal privaatrecht wordt ingesteld voor op rekening geboekte effecten door, in de regel, te verwijzen naar de wet tot regeling van de rekeningovereenkomst. Gezien de zowel conventionele als onlichamelijke aard van een effectenrekening, die vaak gekenmerkt wordt door diverse elementen (afsluiting van een overeenkomst tot opening van een rekening, beheer van de inkomsten, ontvangst van de instructies en contact met de titularis, informaticaverwerking, gegevensopslag, versturen van rekeningafschriften, enz.), mogelijkerwijze elk in verschillende landen gesitueerd, is een herziening aan de orde van de klassieke "lex rei sitae" waarbij overwogen dient te worden om over te stappen naar een pragmatische benadering uitgaande van de wilsautonomie. Een dergelijke benadering, die tevens verantwoord is door de omvang van de girale effectenverrichtingen heden ten dage, stuitte niettemin op bezwaren van een aantal actoren (in het bijzonder van de Europese Centrale Bank) die voorstander zijn van een uitgestelde toepassing of zelfs een verzaking aan deze Conventie. Deze zienswijze wordt door de auteurs verworpen na een bespreking van de aangehaalde argumenten.

La présente étude a pour objet la récente *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*², ci-après "la Convention". La Convention a été adoptée le 13 décembre 2002 lors de la dix-neuvième session diplomatique de la Conférence

de La Haye de droit international privé. Elle est actuellement ouverte à la procédure de signature et de ratification par les États³. La Convention consacre au niveau international une règle de conflit de lois relative aux instruments financiers détenus en compte et circulant par voie scripturale.

² Le texte final est disponible sur le site <http://www.hcch.net/e/conventions/menu36e.html>. Pour un commentaire, voy. surtout le rapport explicatif sous la plume des professeurs R. GOODE, H. KANDA, K. KREUZER et M. Ch. BERNASCONI, ci-après, "le Rapport explicatif". Pour un commentaire doctrinal, voy. Ch. BERNASCONI et R. POTOK, "PRIMA Convention brings certainty to cross-border deals", *I.F.L.R.* 2003-1, p. 11; Ch. BERNASCONI, "Indirectly Held Securities: a New Venture for the Hague Conference on Private International Law", *Yearbook of Private International Law*, vol. III, 2001, p. 63; Ch. BERNASCONI et H. SIGMAN, "The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention)", *Revue de droit uniforme* 2005-1/2, p. 117; K. ALEXANDER, "The Development of a Uniform Choice of Law Rule for the Taking of Collateral Interest in Securities, Part 2", *J.I.B.F.L.* février 2003, p. 56; D. DEVOS, "The Hague Convention on the Law applicable to Book-entry Securities- Relevance for the European System of Central Banks", in *Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavelli*, European Central Bank Publications, pp. 157 et s.; M. GERMAIN et C. KESSEDIAN, "La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002", *Rev. crit. dr. intern. privé* 2004, p. 49; D. GIRSBERGER et Fl. GUILLAUME, "Aspects de droit international privé du transfert et du nantissement des papiers-valeurs et des droits-valeurs détenus dans un système de dépôt collectif", in *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Schulthess, 2004, p. 15; H. DE VAUPLANE et P. BLOCH, "Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye", in *Mélanges AEDBF-France IV*, Revue Banque Édition, 2004, p. 469, publié sous une version actualisée au *J.D.I.* 1/2005, p. 3; A. TENENBAUM, "Réflexion sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire", *Revue des sociétés* 4/2004, p. 835; K. KREUZER, "Das Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung", in *Le droit international privé: esprit et méthodes, Mélanges Paul Lagarde*, Paris, Dalloz, 2005, p. 523; J. ROGERS, "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held through Intermediaries", Boston College Law School, Research Paper, n° 108, 2005.

³ Jusqu'à la date de la première signature d'un État contractant, il s'agit en réalité d'un projet de Convention. La signature de l'acte final apposée le 13 décembre 2002 n'a d'autre portée que de constater la fin des négociations et l'adoption d'un projet de Convention ouvert à la signature et la ratification des États. En vertu de l'art. 19 de la Convention, l'entrée en vigueur nécessite la ratification d'au moins trois États. Pour un aperçu des États ayant participé aux négociations, voy. le site de la Conférence. On rappelle qu'au plan international, la "signature" est un acte par lequel un État s'engage à n'adopter aucun acte contraire à la Convention ("s'abstenir d'actes qui priveraient la Convention de son but et de son objet" – art. 18 de la Convention de Vienne de 1969 sur le droit des traités); le dépôt d'un instrument de "ratification" constitue un acte international par lequel un État établit son consentement à être lié par la Convention (art. 2.1, b) de la Convention de Vienne).

I. INTRODUCTION

A. Particularisme des titres intermédiés

1. L'approche traditionnelle pour déterminer la loi applicable à un titre ainsi qu'aux opérations dont il peut faire l'objet (transfert – à titre de garantie ou non –, nantissement, etc.) consiste dans l'application de la loi de situation des titres, par application de la règle bien connue de droit international privé consistant à rattacher un bien à la loi du pays de la localisation de celui-ci ("*lex rei sitae*")⁴. Les solutions fondées sur la *lex rei sitae* se justifient, en droit international privé, par le fait que la législation à laquelle il faut recourir pour exercer un droit réel sur un bien et l'opposer à un tiers est la législation de l'État où se trouve le bien⁵.

Alors que le critère de rattachement consistant dans la *lex rei sitae* pouvait donner satisfaction lorsque les titres-papiers⁶ circulaient "physiquement" d'un porteur à un autre, ce critère apparaît totalement inadapté aux situations – les plus courantes de nos jours – de *détention scripturale*, c'est-à-dire lorsque les titres sont détenus et transférés par voie d'inscriptions en comptes tenus par des intermédiaires financiers.

2. Pour comprendre l'apparition des systèmes de détention scripturale de titres, il n'est pas inutile de rappeler ici les diverses formes que des instruments financiers intermédiés sont susceptibles de revêtir⁷. Une des formes originelles des titres susceptibles de faire l'objet d'une intermédiation est celle du "papier-valeur" où les droits (droit de vote, droit de créance relatif aux revenus du titre ou autres droits patrimoniaux) du titulaire à l'égard de l'émetteur sont incorporés

dans un titre-papier prenant juridiquement la forme de titre au porteur. Des biens juridiques immatériels se voient ainsi incorporés dans des biens mobiliers corporels dont ils suivent le sort et le mode de transmission. À côté des titres au porteur, il existe également la forme de titre nominatif consistant dans une inscription effectuée, au nom du titulaire, dans un registre tenu par l'établissement émetteur et qui représente un droit dont la transmission à l'égard des tiers s'opère par l'inscription du transfert dans le registre⁸.

En raison des coûts de manipulation, des risques de fraude ou de détournement et des problèmes logistiques, l'importance du volume des titres-papiers en circulation a dès le début des années 1960 conduit la pratique et certains législateurs à en rationaliser la circulation. Les solutions se sont ainsi orientées vers une *immobilisation* des volumes de titres-papiers existants, voire leur suppression par la voie d'une *dématérialisation* complète.

Les titres-papiers se sont ainsi vus immobilisés par le recours à deux techniques. La première a consisté à les conserver sous la forme de *dépôts collectifs*, la seconde à les remplacer par des *certificats globaux*. Dans le cas de dépôts collectifs, les titres sont déposés sur une base fongible – ce qui entraîne des conséquences sur la nature du droit de l'investisseur qui varient selon les législations⁹ – auprès d'intermédiaires qui peuvent les conserver eux-mêmes ou les déposer à leur tour auprès d'autres intermédiaires, en particulier les dépositaires centraux. Ce procédé permet ainsi de réaliser l'immobilisation des titres conservés en traduisant les droits des investisseurs par une inscription en compte auprès de leur intermé-

4. H. BATIFFOL et P. LAGARDE, *Traité de droit international privé*, Paris, 1983, t. II, pp. 163-173; R. VANDER ELST, v° "Conflit de lois", *R.P.D.B.*, Complément II, 1966, n° 70; N. WATTÉ, "Questions de droit international privé des sûretés", in *Le Droit des sûretés*, Éd. du Jeune Barreau, 1992, p. 305, n° 66; DICEY et MORRIS, *The Conflict of Laws*, vol. 2, Sweet & Maxwell, 2000, chap. 22, pp. 917 et s.; H. DE VAUPLANE, "De la détention nationale à la détention internationale de titres: où sont les titres?", in *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil national du crédit et du titre, mai 1997, pp. 147-155; R.D. GUYNN et N.J. MARCHAND, "Transfer or pledge of securities held through depositories", in *The law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 47-72.

5. P. MAYER et V. HEUZÉ, *Droit international privé*, Montchrestien, 7^e éd., p. 430, n° 644. Plus précisément, on enseigne que la compétence de la *lex rei sitae* en matière de statut réel se justifie par trois arguments principaux que sont la commodité du procédé de localisation, sa conformité à la nature du droit réel et le fait que la soumission du statut réel à la loi de situation donne satisfaction à la fois aux intérêts des parties, des tiers et de l'État. S'ils valent pour les immeubles, on reconnaît en revanche que ces motifs sont contestables lorsqu'il s'agit de biens meubles ou de biens incorporels, ces derniers impliquant nécessairement une localisation fictive (pour un développement sur les fondements de la *lex rei sitae* et leur critique, voy. Y. LOUSSOUARN et P. BOUREL, *Droit international privé*, Dalloz, 7^e éd., 2001, n°s 167 à 169, 416 et 423).

6. Les opérations relatives à un titre au porteur sont régies par la loi de situation actuelle (*lex rei sitae*) de ce titre assimilé à un meuble corporel. Les questions relatives aux conditions d'acquisition, de conservation et de perte de la qualité d'associé attachée au titre et de l'exercice des droits constituant les prérogatives des associés (et plus généralement les relations de la société avec ses associés) restant quant à elles régies par la loi de la société émettrice – *lex societatis* – (Y. LOUSSOUARN et P. BOUREL, *o.c.*, n° 425-2^e, c); A. JOHNSON, "The law applicable to shares", in *The law of cross-border securities transactions*, Sweet & Maxwell, 1999, pp. 3-27; contrairement aux titres représentatifs de capital, les titres représentatifs de créances (p. ex. des obligations) peuvent, quant à eux, être parfaitement émis sous l'empire d'un autre droit que celui de l'émetteur par application du régime de l'autonomie de la volonté déterminant en règle la *lex contractus* (P. WAUWERMANS, *Manuel pratique des sociétés anonymes*, 7^e éd., Bruxelles, Bruylant, 1933, p. 488, n° 770bis), sous réserve toutefois du rôle que des obligataires peuvent être amenés à jouer dans la vie sociale (comme p. ex. la participation à des assemblées générales d'obligataires) qui continue de relever de la *lex societatis*.

7. On consultera utilement L. THÉVENOZ, "Titres intermédiés: l'état de fait", in *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Schulthess, 2004, pp. 1-14.

8. En droit belge, voy. l'art. 504 du Code des sociétés pour la cession de titres nominatifs d'une société anonyme. Sous réserve du cas où la loi peut restreindre la cessibilité (p. ex. selon les formes sociétaires), pareil titre présente la caractéristique d'être négociable dans la mesure où il confère un droit propre, incorporé dans l'inscription dans le registre (J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, t. III, 2^e éd., Bruxelles, Bruylant, 1981, n° 112).

9. *Infra*, n°s 22 et 23.

diaire: les transferts réalisés par les investisseurs se traduisent alors par un mouvement d'écriture dans les livres de leur intermédiaire ou entre les comptes des intermédiaires participant à un système commun de livraison-titres. La solution du certificat global constitue quant à elle une solution médiane entre celle des titres-papiers immobilisés par la voie de dépôts collectifs et celle de la dématérialisation. Dans le cas d'un certificat global¹⁰, l'émetteur n'émet pas de titres sous la forme de coupures individualisées mais se limite à émettre un certificat global, représentant l'ensemble des droits émis, qui est remis à un dépositaire global pour le compte des souscripteurs. Les droits des investisseurs sont ainsi traduits par la voie d'une inscription en compte par l'interposition d'intermédiaires financiers agissant pour leurs clients.

On observera que l'immobilisation de titres par voie de dépôts collectifs fongibles de manière à en assurer la circulation scripturale n'est pas limitée aux seuls titres au porteur mais comprend également, en règle¹¹, les titres nominatifs qui sont alors inscrits au nom de l'intermédiaire (qui peut être le dépositaire central ou tout autre intermédiaire agissant pour compte de clients) dans le registre tenu par l'émetteur pour être ensuite immobilisés dans les livres dudit intermédiaire, par voie d'inscriptions sur les comptes des différents investisseurs, de manière similaire aux titres au porteur. Souvent, pareille détention de titres nominatifs pour compte d'autrui requiert l'intermédiation d'un "nominee"/prête-nom apparaissant dans le registre comme titulaire des droits en son nom mais pour le compte d'une collectivité de bénéficiaires finaux. Pour exprimer cette relation vis-à-vis d'une part, de l'émetteur en amont et d'autre part, des ayants droit en aval, la figure anglo-saxonne du trust est souvent utilisée, permettant de donner au *nominee* la qualité de "legal owner" des titres, agissant pour le compte des "beneficial owners" au nom desquels les titres sont finalement inscrits en compte. Le contrat de commission constitue aussi une

variante de droit continental possible pour une telle détention collective.

À côté de cette immobilisation, la possibilité d'une suppression pure et simple des titres-papiers a également été rendue possible par l'organisation (généralement par la loi) d'un régime spécifique de dématérialisation: l'émission est, dans ce cas, enregistrée dès le départ dans les livres d'un dépositaire pour sa totalité et les titres constitutifs de cette émission sont exclusivement inscrits dans les comptes des intermédiaires autorisés ("teneurs de compte") à détenir des comptes de titres dématérialisés pour compte propre et pour compte de clients. Ces titres dématérialisés peuvent, ensuite, selon le cas, faire l'objet d'une immobilisation subséquente dans les livres d'un intermédiaire pour circuler par voie scripturale de manière similaire aux titres au porteur ou nominatifs déjà immobilisés comme indiqué ci-dessus.

3. Ces formes de titres intermédiés conduisent ainsi à des situations de détention qui peuvent s'illustrer, de manière assez simplifiée, par les schémas suivants, dans lesquels le nombre d'intermédiaires peut évidemment être multiplié (voy. les figures 1 et 2, page suivante).

4. On aperçoit l'importance pratique de la détention en chaîne de titres qui s'illustre par la structure pyramidale de détention de la plupart des titres émis par des États et par un nombre important de grandes sociétés. En vue d'immobiliser les volumes de titres-papiers, des dépositaires centraux nationaux et internationaux – en abréviation anglaise – "CSDs" ou "ICSDs"¹² – ont été créés (jouant un rôle de règlement-livraison¹³, à savoir assurer le dénouement d'une opération par la livraison – simultanée en principe – des titres et le règlement d'espèces et ce, que l'opération résulte d'une négociation boursière ou non). Ces dépositaires centraux, nationaux et internationaux, constituent ainsi le niveau supérieur de la chaîne de détention, le niveau immédiatement inférieur étant constitué des participants du CSD

¹⁰. Les *Eurobonds* fournissent un exemple dans la mesure où une "global note" au porteur est émise par un émetteur pour être déposée dans les coffres d'un dépositaire commun ("common depository") agissant pour le compte des dépositaires centraux internationaux que sont Euroclear Bank et Clearstream Banking Luxembourg qui reflètent dans leurs livres les droits de leurs clients dans l'émission obligatoire en question. La *global note* peut aussi être enregistrée dans les livres de l'émetteur sous forme nominative par le biais du dépositaire commun ou de son *nominee*, agissant pour le compte des deux institutions précitées. Ces *global notes* peuvent enfin être aussi détenues par un dépositaire exclusif d'Euroclear ou de Clearstream ou encore directement par un dépositaire central national.

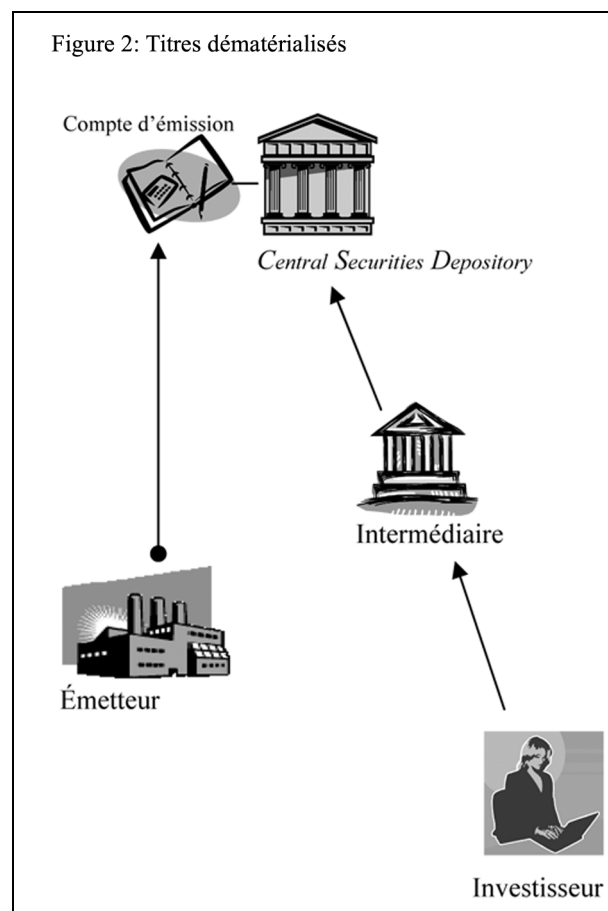
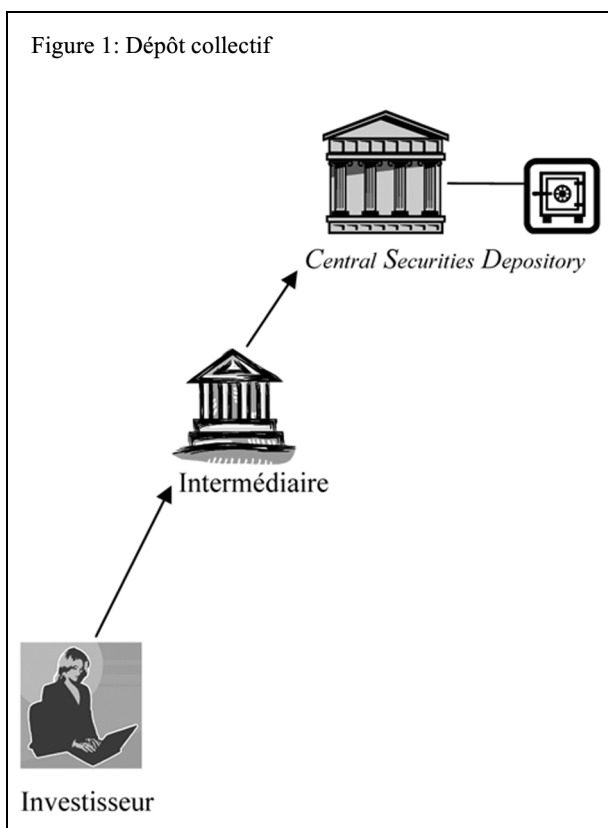
¹¹. Du moins lorsque les titres nominatifs en question peuvent valablement être détenus par un intermédiaire agissant pour le compte de ses clients, exerçant ainsi vis-à-vis de l'émetteur les droits associatifs et de dividendes pour le compte des clients. Dans certains pays, toutefois, différents obstacles s'opposent à la détention de titres nominatifs par des intermédiaires (ou rendent celle-ci malaisée) en exigeant, par exemple, que seul le propriétaire final des titres soit inscrit *ab initio* dans le registre des actionnaires ou obligataires en nom.

Sur cet aspect, on mentionne les travaux menés par la Commission européenne ayant pour objet l'élaboration de normes minimales applicables aux droits des actionnaires de sociétés – en particulier le droit de vote – en vue de supprimer certains obstacles pratiques et juridiques qui entravent actuellement l'exercice transfrontalier de ces droits (voy. le site http://europa.eu.int/comm/internal_market/company/shareholders/index_fr.htm). On mentionne encore le projet de Convention UNIDROIT (*infra*, n° 13 *in fine*) dont le chap. VI (art. 17) a le même objet.

¹². CSDs et ICSDs: national – international *Central Securities Depositories*.

¹³. Sur leur rôle, voy. notamment C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison européen, vers l'unification des marchés*, Revue Banque Édition, 2^e éd., 2003.

L'importance du rôle de ces ICSDs réside également dans la réduction du risque de contrepartie liée aux services de liquidation qu'ils fournissent. Cette réduction de risque découle du mécanisme de *livraison contre paiement* (LCP – DVP) auquel ils procèdent: DVP – *Delivery Versus Payment*. Par ce mécanisme, les titres et leur contrepartie (titres ou espèces) sont échangés simultanément sous forme d'inscription en compte. La simultanéité a pour effet d'éliminer le risque de crédit ("risque de contrepartie") consistant dans le fait que le vendeur livre les titres sans avoir reçu le paiement ou que l'acheteur paie les titres sans en obtenir la livraison.



en question, à savoir d'un nombre d'institutions financières ayant des liens contractuels avec ledit CSD, et dont les droits relatifs aux titres font l'objet d'une inscription en compte auprès de ce CSD. Ces participants détiennent, eux-mêmes, dans leurs comptes, des droits relatifs à des titres, pour compte propre ou pour compte de leurs clients qui peuvent être des investisseurs institutionnels, d'autres intermédiaires ou encore des particuliers et ainsi de suite jusqu'à ce que les titres ainsi inscrits en compte soient détenus par les investisseurs finaux.

La question se pose dès lors de savoir comment appliquer le principe traditionnel de la *lex rei sitae* à un système dans lequel les titres sont détenus au travers de plusieurs niveaux d'intermédiaires situés dans des pays différents¹⁴.

Compte tenu des montants extrêmement importants qu'atteignent les titres inscrits en compte¹⁵ ainsi que de leur large utilisation comme sûreté, il s'est avéré nécessaire de déterminer le droit applicable aux titres inscrits en compte (qui détermine la nature du droit résultant de l'inscription de titres en compte) ainsi qu'aux sûretés sur de tels titres et ce, quelles que soient la localisation des titres sous-jacents et la loi dont relève leur émetteur.

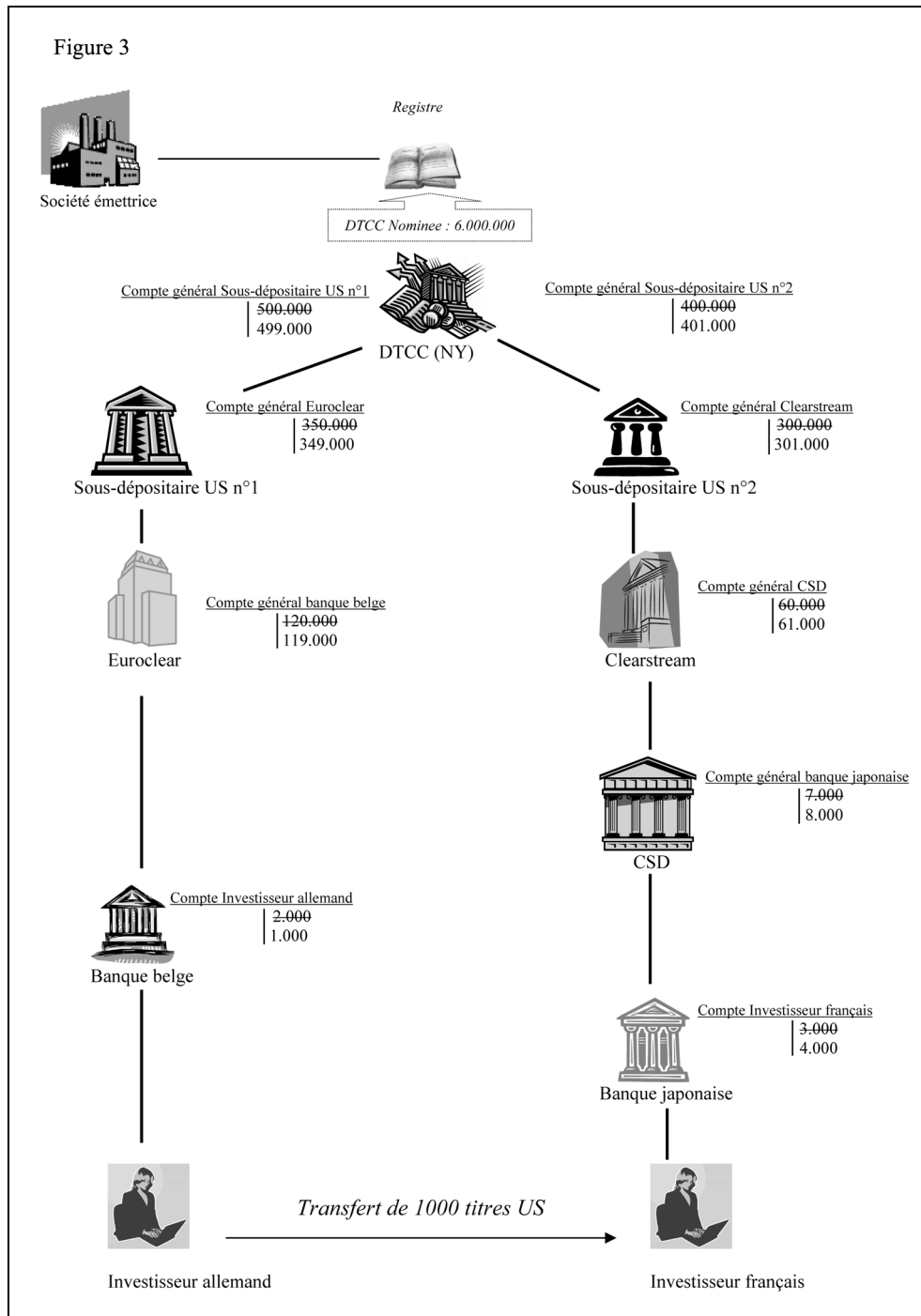
5. L'exemple des opérations ci-après illustrera le propos.

Le premier exemple concerne celui d'un transfert de 1.000 titres US entre un investisseur allemand (cédant) client d'une banque belge et un investisseur français (cessionnaire) client d'une banque japonaise. Le compte-titres du cédant auprès de son intermédiaire (banque belge) est débité des 1.000 titres; par la suite, la même quantité de titres US en question va être débitée auprès de tous les intermédiaires successifs. Une fois l'opération enregistrée auprès du dépositaire central américain DTCC ("*Depository Trust & Clearing Corporation*"), elle fait l'objet d'une écriture créditrice dans tous les comptes des intermédiaires participants jusqu'au crédit du compte client du cessionnaire auprès de sa banque japonaise. On observe qu'ici la position totale de DTCC au travers de son *nominee* ne subit aucune modification au niveau du registre de l'émetteur (voy. la figure 3, page suivante).

Le deuxième exemple concerne un prêt accordé par un investisseur japonais à un investisseur allemand qui consent

¹⁴. Sur l'ensemble de cette problématique, outre le rapport établi par M. Ch. BERNASCONI, doc. préliminaire n° 1 et les contributions du colloque d'Oxford ("The Oxford Colloquium on collateral and conflict of laws", numéro spécial de septembre 1998, *J.I.B.F.L.*); voy. également *Cross border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, sous la direction de R. POTOK, Butterworths, 2002.

¹⁵. Le Rapport explicatif mentionne un volume d'échange et d'opérations de garantie sur titres de sociétés et d'États des pays de l'OCDE s'élevant à 2 mille milliards de dollars américains par jour. Fin 2004, selon les rapports annuels, la valeur du volume de titres en Euroclear s'élevait à 13,1 mille milliards d'euros et à 7,59 mille milliards d'euros auprès de Clearstream (situation au niveau groupe).

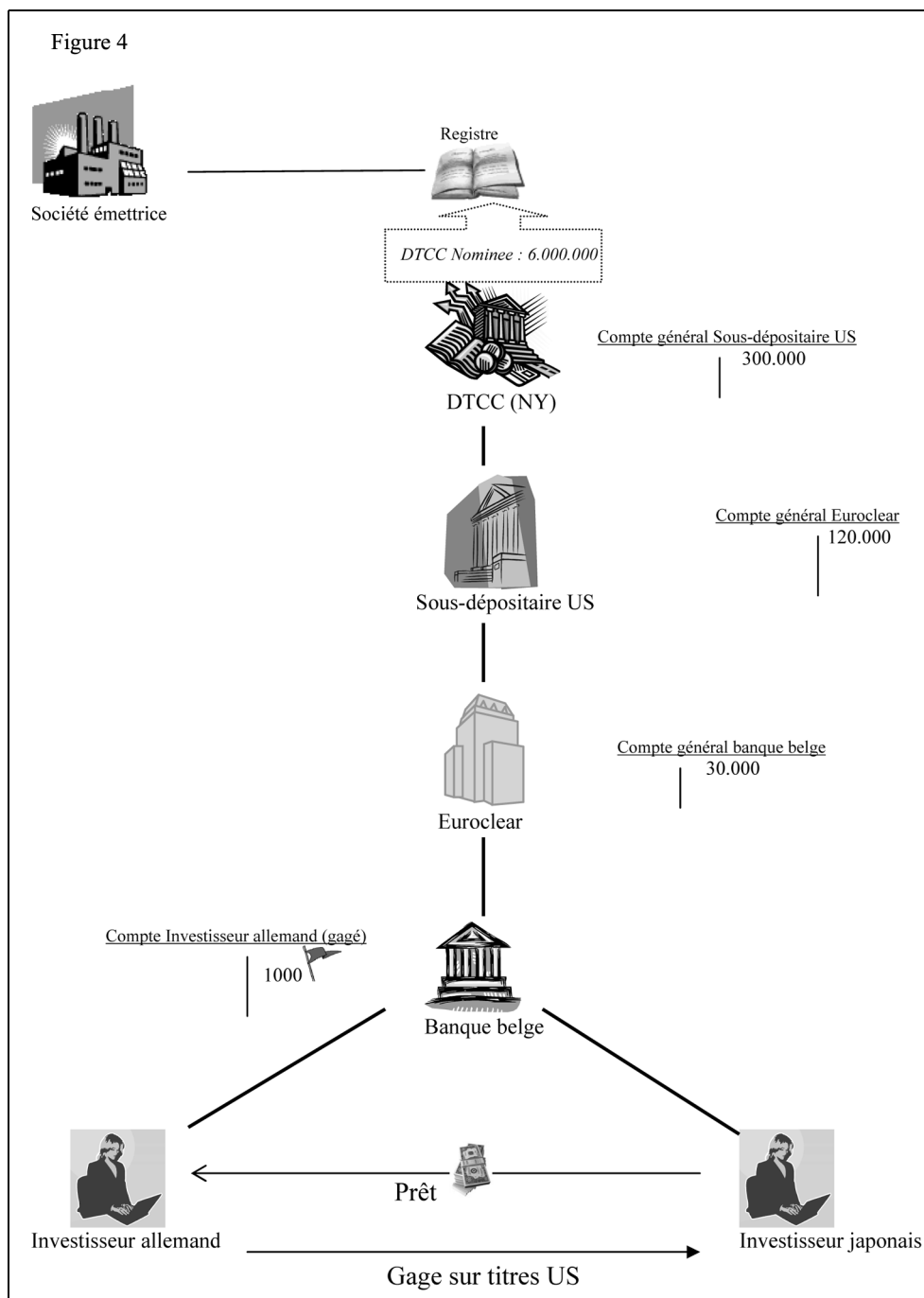


un gage sur ses titres US pour garantir le prêt qui lui est accordé. Le gage sera concrétisé soit par une annotation du compte du débiteur gagiste ("*flag*") indiquant le nantissement des titres (c'est l'exemple repris ci-dessous), soit par leur transfert à un compte spécifique (compte gagé) ouvert au nom du créancier gagiste (ou au nom d'un tiers convenu qui peut aussi être l'intermédiaire lui-même) dans les livres de l'intermédiaire du débiteur gagiste. Quelle législation régira les formalités d'opposabilité du gage et ses modalités de réalisation? (voy. la figure 4, page suivante)

B. Apparition d'une règle de conflit de lois spécifique

1. Précédents communautaires

6. Au niveau international, la spécificité de la détention de titres en compte a fait naître l'idée d'une rupture avec la règle traditionnelle de la *lex rei sitae* (et donc avec la localisation des titres sous-jacents concernés comme facteur de rattachement).



ment) au profit d'un facteur de rattachement plus approprié, à savoir la localisation du compte pertinent. Cette approche moderne, préconisée depuis une dizaine d'années au moins¹⁶, s'est vue concrétisée dans trois actes communautaires.

Il s'agit, en premier lieu, de l'article 9 § 2 de la directive 98/26/CE¹⁷ dite "directive Finalité". En matière de sûretés constituées dans les systèmes de règlement-titres de l'Union européenne désignés en application de cette directive, cette

¹⁶ Voy. le livret *Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws* de R.D. GUYNN, publié en 1996 par Capital Markets Forum (Business Law Section of the International Bar Association).

¹⁷ 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, *J.O.C.E.* n° L. 166 du 11 juin 1998, p. 45. Voy. D. 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", *Euredia* 1999/2, p. 149; M. VERECKEN, "Reducing systemic risk in securities settlement systems", *J.F.R.C.* 1998, p. 107; P. BLOCH, "La directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres", in *Mélanges AEDBF-France II* 1999, p. 49.

disposition fait, en effet, application d'un critère de rattachement consistant dans une version – déjà – adaptée de la *lex rei sitae* selon laquelle la loi applicable à des sûretés sur titres inscrits en compte est déterminée par référence au lieu de localisation du compte tenu par l'intermédiaire pertinent (approche dite "PRIMA" ou "*Place of the Relevant Intermediary Approach*")¹⁸, c'est-à-dire l'intermédiaire dans les livres duquel sont enregistrés les titres inscrits en compte faisant l'objet de sûretés¹⁹. Ceci quel que soit le pays où peuvent être détenus les titres sous-jacents (titres physiques en coffre, titres enregistrés dans les livres de l'émetteur ou encore titres dématérialisés représentés dès leur émission exclusivement par des inscriptions en compte dans le système local en relation directe avec l'émetteur).

La règle de conflit de lois déterminée par la directive Finalité est toutefois limitée quant à son champ d'application à la fois *ratione personae* et *ratione materiae*. En effet, la solution énoncée par cette directive se limite aux garanties sur titres lorsqu'elles sont constituées au profit de participants à des systèmes visés par cette directive (et en particulier, mais non exclusivement, au profit de gestionnaires de système)²⁰ ou de banques centrales des États membres ou de la Banque centrale européenne. Il importe donc de retenir la législation de l'État membre où sont tenus les comptes-titres dans lesquels la garantie est inscrite. Dans le cas d'un privilège légal dont l'assiette porte sur des titres inscrits en compte²¹, on retiendra le compte où est enregistrée l'assiette (les droits sur titres inscrits en compte) puisque, dans une telle hypothèse, la sûreté résulte automatiquement de la loi et non d'un acte spécifique de constitution de sûreté en rapport avec les titres inscrits en compte²².

7. Il s'agit, en deuxième lieu, de la règle de conflit de lois prévue par l'article 24 de la directive 2001/24/CE²³, dite "directive Liquidation", qui est identique, quant au fond, à celle prévue par l'article 9 § 2 de la directive Finalité. Le principe consiste à se référer à l'État de localisation de l'intermédiaire dans les comptes duquel sont enregistrés les droits sur les titres. Cette disposition présente toutefois un champ d'application différent: d'une part, l'article 24 de la directive Liquidation ne se limite pas aux garanties portant sur des titres mais vise également les droits de (co)propriété ou autres droits sur des titres en dehors de toute opération "dynamique" de transfert ou de garantie; d'autre part, quant au champ d'application *ratione personae*, la directive Liquidation ne limite pas la règle de conflit de lois aux participants à des systèmes de paiement ou de règlement-titres, mais s'applique aux situations de procédure d'insolvabilité impliquant un établissement de crédit; en revanche, cette règle ne concerne que cette seule catégorie d'institutions financières (agissant plus particulièrement à titre d'intermédiaire dans les livres desquels sont inscrits les titres ou droits y afférents).

La règle énoncée par l'article 24 de cette directive ne vaut, selon nous, que lorsque les droits sur les instruments financiers inscrits en compte consistent dans des droits de propriété ou d'autres droits – en réalité de même nature – sur de tels instruments²⁴, qu'il s'agisse de droits de copropriété ou ceux découlant de sûretés. S'il résulte que les droits d'un investisseur sur des titres déposés en compte auprès d'un intermédiaire ne consistent que dans des droits de créance à l'encontre de cet intermédiaire, la disposition ne devrait pas trouver à s'appliquer.

8. En troisième lieu, il s'agit de l'article 9 de la directive 2002/47/CE²⁵ encore dite "directive Collatérale" qui, s'inspi-

18. R. POTOK, "Article 9(2) European Union Finality Directive", *J.I.B.F.L.* juillet-août 1999, p. 279.

19. Voy. l'art. 8 § 2 de la loi belge du 28 avril 1999 transposant la directive Finalité.

20. Sur le champ d'application *ratione materiae* et *ratione personae* de la directive 98/26/CE, voy. D. 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", *o.c.*, n°s 19 et 20.

21. On vise ici un privilège spécial sur de tels titres. Pour rappel, un privilège est un droit que la qualité d'une créance donne au créancier d'être préféré aux autres créanciers: le privilège se justifie donc par la qualité d'une créance à laquelle la loi d'un État s'attache. Pour des exemples d'un tel privilège en cette matière, voy. l'art. 31 de la loi belge du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ainsi que l'art. 7 de la loi du 22 février 1998 fixant le statut organique de la Banque nationale de Belgique.

22. Voy. le considérant 9 de la directive Finalité.

23. Directive 2001/24/CE du Parlement et du Conseil du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, *J.O.C.E.* n° L. 125 du 5 mai 2001, p. 15. Voy. J.-P. DEGUÉE, "La directive 2001/24/CE sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit: une solution aux défaillances bancaires internationales?", *Euredia* 2001-2002/2, pp. 241 et s. et "The Winding Up Directive Finally Establishes Uniform Private International Law for Banking Insolvency Proceedings", *E.B.L.R.* 2004, vol. 15, p. 99; R. CERCONE, "European Community Directive on Reorganization and Winding-up of Credit Institutions", *E.B.L.R.* 2004, p. 685; G. MOSS, I. FLETCHER, S. ISAACS *et alii*, *The EC Regulation on Insolvency Proceedings, A Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2002, pp. 140 et s., n°s 7.34-7.64; E. GALANTI, "The New EC Law on Bank Crisis", *International Insolvency Review* 2002, issue 1, p. 49.

24. Sur la nature des droits découlant de l'inscription de titres en compte, voy. *infra*, n°s 22-23.

25. Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, *J.O.C.E.* n° L. 168 du 27 juin 2002, p. 43.

Pour un commentaire de la directive, voy. D. DEVOS, "The Directive 2002/47/EC on Financial Collateral Arrangements of June 6, 2002", in *Mélanges en hommage à Jean-Victor Louis*, Éd. de l'Université Libre de Bruxelles, 2003, p. 259; G. MORTON, "Modernization of EU financial law: the directive on financial collateral arrangements", *Euredia* 2003/1, p. 11; H. SEELDRAYERS, "De Europese Richtlijn inzake zekerheidsvereenkomsten – Krachtlijnen en artikelsgewijze commentaar", *T.F.R.* 2003-1, p. 337 et 2003-2, p. 420; F. T'KINT et W. DERIJCKE, "La directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière au regard des principes généraux du droit des sûretés", *Euredia* 2003/1, p. 41; H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, "Chronique financière et boursière", *Banque & Droit* mai-juin 2003, p. 30, spéc. p. 38; W. BOSSU, "De Richtlijn betreffende financiëlezekerheidsvereenkomsten: inhoudelijke analyse", in *Sûretés bancaires et financières – Bancaire en financiële zekerheden*, M. TISON (ed.), Série: *Cahiers AEDBF/EVBF*-Belgium, n° 15, Bruxelles, Bruylant, 2004, p. 227.

rant des travaux de la Conférence de La Haye (encore en cours de négociation au moment de l'adoption de la directive), consacre également le principe "PRIMA" en le limitant toutefois à la matière des sûretés qu'elle couvre (transfert de propriété à titre de garantie et nantissement entre institutions financières en principe) mais en précisant les différents aspects couverts par la loi ainsi désignée: la nature juridique des droits découlant de l'entrée en compte des titres (droit de créance ou droit de (co)propriété), les exigences en matière d'opposabilité de la sûreté ("*perfection*"), la priorité entre droits concurrents, la procédure de réalisation²⁶.

2. Limites des solutions communautaires

9. Les dispositions de droit communautaire évoquées ci-dessus consacrent une règle de conflit de lois spécifique consistant dans l'approche dite "PRIMA". Le droit communautaire s'est ainsi, depuis 1998, montré résolument progressiste en rompant avec la règle de rattachement traditionnelle de la *lex rei sitae* qui retenait comme facteur de rattachement la seule localisation des titres sans prendre spécifiquement en considération l'émergence des détentions de titres en compte, en particulier – mais pas exclusivement – lorsque les titres ainsi inscrits en compte donnent lieu à des droits de nature propre (notamment de copropriété), distincts des titres sous-jacents détenus de manière collective sur une base fongible au nom de l'intermédiaire pertinent pour le compte de l'ensemble de ses clients. Pareille dichotomie avait fait naître le risque de voir un tribunal, en cas de litige portant sur la propriété de titres ou encore sur l'opposabilité d'une garantie sur titres – spécialement dans un contexte d'insolvabilité – se prononcer en faveur de l'application de la loi du pays où se trouvent détenus en coffre les titres au porteur, ou inscrits au registre de l'émetteur pour les titres nominatifs, ou inscrits en compte auprès du dépositaire central du lieu d'émission pour les titres dématérialisés, en lieu et place de la loi du compte-titres considéré. Une telle "*look-through approach*" (ainsi dénommée en pratique anglo-saxonne en raison du fait que cette approche consiste à "regarder au travers" des différents niveaux d'intermédiation pour ne tenir compte que de la localisation des titres sous-jacents) représenterait naturellement un risque majeur pour la sécurité juridique des opérations sur titres en ce qu'elle pourrait conduire à l'application d'un droit national (celui de la localisation des titres sous-jacents) complètement imprévisible et non désiré par les parties à la relation de compte-titres ou à l'opération de garantie sur titres, avec comme conséquence

que le titulaire du compte pourrait ne pas voir ses droits de propriété reconnus. Quant au créancier bénéficiaire d'un gage sur titres inscrits en compte, par exemple, ses droits de gagiste sous l'empire du droit régissant le compte pourraient être invalidés ou rendus inopposables aux créanciers en concours à défaut d'avoir accompli les formalités requises par la loi du pays de localisation des titres sous-jacents.

10. Les directives "Finalité", "Liquidation" et "*Collateral*" précitées ont ainsi apporté au sein de l'Union européenne entre 1998 et 2002 une solution remarquable pour la sécurité juridique des opérations sur titres inscrits en compte. Cette approche communautaire présente toutefois encore diverses lacunes et inconvénients.

D'une part, outre les difficultés d'interprétation inhérentes au fait qu'une même matière se trouve éclatée dans différents actes dont les champs d'application *ratione personae* et *materiae* diffèrent à chaque fois, le droit communautaire demeure parcellaire et n'offre pas une solution globale et complète. Tout d'abord, la solution est nécessairement limitée aux États membres de l'Espace économique européen²⁷. Elle ne couvre pas davantage, au sein de l'EEE, toutes les hypothèses de détention ou d'opérations sur titres, ni tous les acteurs concernés, en raison du champ d'application respectif limité des directives concernées. On rappelle ainsi que la règle de conflit de lois de la directive Finalité ne couvre que les garanties sur titres lorsqu'elles sont constituées au profit de participants à des systèmes visés par cette directive (et en particulier, mais non exclusivement, au profit de gestionnaires de système) ou de banques centrales des États membres ou de la Banque centrale européenne; celle de la directive Liquidation est limitée aux cas de procédures d'insolvabilité à l'encontre d'un établissement de crédit teneur de comptes-titres; et celle de la directive *Collateral* aux cas de garanties sur titres inscrits en compte constituées entre institutions financières. En règle, certaines institutions financières (assurances, etc.), les sociétés commerciales, les autres personnes morales de droit privé non financières et les personnes physiques ne sont pas protégées par le régime communautaire précité.

D'autre part – et c'est là un aspect essentiel – bien qu'elles énoncent une règle de rattachement novatrice ("le lieu du compte")²⁸, les dispositions communautaires ne précisent pas concrètement comment déterminer plus avant (c.-à-d., géographiquement) le facteur de rattachement ainsi posé. La directive "*Collateral*" ajoute certes qu'il y a lieu de se référer au "compte pertinent" mais se limite à définir celui-ci comme étant "*le compte... où sont portées les inscriptions*

26. A. GARDELLA, "La legge applicabile alle garanzie finanziarie tra localizzazione e autonomia privata: una prima ricognizione dopo l'attuazione della Direttiva 2002/47/CE", in *Banca, borsa e titoli di credito* 2005, fasc. 5, p. 583. Une version adaptée de cette étude sera prochainement publiée dans *Euredia*.

27. Outre les États membres de la Communauté européenne, les directives concernées sont applicables aux États membres de l'Espace économique européen; voy. les annexes IX et XII de l'Accord sur l'Espace économique européen (<http://secretariat.efta.int/Web/legaldocuments/>).

28. Les directives Finalité et *Collateral* se réfèrent à l'application de la loi de l'État "*où le compte est situé*"; la directive Liquidation à la loi de l'État "*où le compte est détenu ou situé*".

par lesquelles les instruments financiers sont remis à titre de garantie au preneur”.

11. Un compte constitue cependant une réalité opérationnelle difficile à appréhender. Si intuitivement, on croit pouvoir localiser la tenue d'un compte aisément, il est apparu qu'une telle "localisation" pouvait s'avérer extrêmement complexe, sinon illusoire, notamment dans les cas où l'établissement teneur de compte est implanté dans différents États via un réseau de succursales, et/ou qu'il recourt à la sous-traitance (à l'étranger) pour tout ou partie des tâches liées à l'activité de tenue de compte²⁹.

C'est précisément à cette difficulté que s'attache la Convention, en offrant une règle de conflit de lois ayant vocation à couvrir de manière universelle, uniforme et praticable les différents aspects de la détention de titres en compte (nature du droit découlant de la détention de titres en compte, simples transferts, opérations de garantie, etc.) avec l'avantage d'une prévisibilité juridique nécessaire aux opérateurs concernés.

12. L'existence de normes communautaires dans le domaine de la Convention implique l'existence de compétences externes exclusives dans le chef de la Communauté européenne. Conformément à la jurisprudence *AETR*, dans les domaines où une compétence externe ne lui est pas expressément attribuée par les traités, l'exercice d'une compétence interne implique une compétence externe corrélative à la Communauté européenne, compétence qui ne peut alors

être contrecarrée par les États membres: chaque fois que la Communauté aura pris des dispositions instaurant des règles communes dans le domaine du droit international privé, les États membres ne seront plus en droit, qu'ils agissent individuellement ou même collectivement, de contracter avec des États tiers des obligations susceptibles d'"affecter" lesdites règles ou d'en altérer la portée³⁰. Eu égard à la portée extrêmement large du terme "affecter"³¹, il en résulte que les initiatives des États membres sont interdites dès qu'elles portent sur une matière faisant l'objet d'une règle communautaire. S'agissant de la Convention, cela impliquait à la fois une compétence exclusive de la Communauté pour les domaines couverts par les directives susmentionnées et une compétence concurrente des États membres pour les aspects non encore réglés par les directives communautaires.

Même si certains auteurs défendent un point de vue pragmatique³², pareille situation génère nécessairement de grandes difficultés, à la fois au stade des négociations et au stade du processus de signature et de ratification.

Ainsi, concernant le processus de signature et de ratification, indépendamment de la question de savoir si la Convention serait contraire ou non aux directives communautaires³³, tant que la Communauté européenne n'aura pas signé et adhéré à la Convention^{34,35}, les États membres se trouvent paralysés. Il y a ainsi blocage dans la mesure où même si l'on considère – comme nous le pensons – que la Convention se limite, en réalité, à compléter le droit communautaire en précisant comment déterminer concrètement le facteur de rattachement que

²⁹ Voy. le Rapport explicatif, nos Int-41, 4-4 et 4-24 à 4-26. Voy. aussi *infra*, n° 33.

³⁰ C.J.C.E. 31 mars 1971 (*AETR*), aff. 22/70, *Rec.* 1971, p. 274; Ph.-E. PARTSCH, *Le droit international privé européen, De Rome à Nice*, Bruxelles, Larcier, 2003, nos 352 et s.; M. WILDERSPIN et A.-M. ROUCHAUD-JOËT, "La compétence externe de la Communauté européenne en droit international privé", *Rev. crit. dr. intern. privé* 2004, p. 1. Dans son avis 1/94 du 15 novembre 1994 relatif à l'OMC (*Rec.*, p. I-5267, pt. 77), la Cour de justice précise que ce n'est que dans la mesure où des règles communes ont été établies sur le plan interne que la compétence externe de la Communauté devient exclusive.

³¹ Il suffit que les engagements internationaux concernés portent sur le même domaine pour qu'ils soient prohibés sans qu'il ne soit nécessaire d'analyser leur effet réel (Fr. DEHOUSSE et C. MACZKOVICS, "Les arrêts *open skies* de la Cour de justice: l'abandon de la compétence externe implicite de la Communauté?", *J.T.-dr. eur.* 2003, p. 225).

³² Ainsi, J. BASEDOW ("The Communitarization of the Conflict of Laws under the Treaty of Amsterdam", *CML Rev.* 2000, p. 687, spéc. p. 704) écrivait "In the light of the previous explanations it follows that the Community will be enabled to participate, as a contracting party, in future international conventions in this area, in particular within the framework of the Hague Conference on Private International Law. It is under debate in how far implied external competence is exclusive and to what extent Member States retain a competence of their own. Whatever the outcome may be, the Community is well-advised to conduct those negotiations together with the Member States, which have a superior experience and knowledge in the area of private international law".

³³ Voy. *infra*, nos 33 et 38. À ce stade, on relève que la directive *Collateral* a été adoptée en prenant en compte l'existence des travaux qui allaient déboucher sur la Convention. Lors de l'adoption de la position commune arrêtée par le Conseil en vue de l'adoption de la directive concernant les contrats de garantie sous forme d'espèces ou d'instruments financiers, le Conseil déclarait qu'il était "d'avis qu'il est en principe souhaitable que les dispositions relatives à la loi applicable soient conformes aux discussions en cours dans le cadre de la Conférence de La Haye, mais, compte tenu de l'importance de la directive pour les marchés financiers de l'UE, le Conseil estime néanmoins qu'il n'est pas possible d'attendre l'achèvement des travaux de la Conférence de La Haye pour adopter la directive. En conséquence, il faut garder présent à l'esprit que, lorsque les travaux de la Conférence seront terminés, il se pourrait que l'article 9 doive être revu à la lumière de la Convention". L'idée était donc bien de refléter au mieux dans la directive *Collateral* l'état des négociations dans le cadre de la Conférence de La Haye, pour ensuite revoir le droit communautaire à la lumière de la Convention.

³⁴ L'art. 18 de la Convention permet aux "Organisations régionales d'intégration économique" constituées d'États souverains et ayant des compétences sur certaines matières régies par la Convention d'adhérer à la Convention. Cette disposition permet ainsi à la Communauté européenne de devenir un organisme contractant en lui reconnaissant les mêmes droits et obligations qu'un État contractant. Si la Communauté européenne devient partie contractante, le Dépositaire (à savoir, le ministère des Affaires étrangères des Pays-Bas) doit être avisé des matières régies par la Convention pour lesquelles les États membres ont délégué leur compétence à la Communauté. Cette notification ne doit être effectuée que si la Communauté a une compétence exclusive et si, corrélativement, les États membres n'ont plus le pouvoir autonome de légiférer (*supra*, notes 30 et 31).

³⁵ On rappelle que si la Communauté européenne devient partie contractante à la Convention, il en résulte une primauté de la Convention internationale sur le droit dérivé communautaire (R. JOLIET, *Le droit institutionnel des communautés européennes – Les institutions, les sources, les rapports entre ordres juridiques*, Fac. Dr. Univ. Lg, 1983, pp. 253 et s.).

constitue le “compte”, la jurisprudence de la Cour semble interdire aux États membres de déterminer concrètement – détermination qui serait ici assurée par l’application de la Convention à la suite d’une signature et ratification par les

États membres – un facteur de rattachement prévu par le droit communautaire autrement que par de simples présomptions^{36,37}. Une signature conjointe des États membres et de la Communauté européenne en tant que telle est donc nécessaire.

II. LA CONVENTION DE LA HAYE

A. Présentation générale

13. Comme on l’a indiqué dans l’introduction, les règles traditionnelles pour déterminer les effets d’un transfert (pur et simple ou à titre de garantie) ou la constitution d’une sûreté se sont avérées totalement inappropriées dans le cadre de systèmes de détention intermédiée. La détermination de la loi applicable à ces questions dépendait du choix du for, entraînant ainsi une augmentation du risque juridique et du coût des transactions financières (“*due diligence*” juridique requise pour évaluer la loi applicable aux détentions sur titres présentant un facteur d’extranéité, structure des chaînes de détention, etc.)³⁸. Face à ce besoin, la Convention procède par l’élaboration d’une pure règle de conflit de lois à l’exclusion de toute règle de droit matériel.

C’est donc dans le contexte de cette inadéquation des règles traditionnelles de droit international privé que la Convention a été négociée. Son préambule précise ainsi que les États ont été “sensibles, en vue de faciliter les flux internationaux de capitaux et l’accès aux marchés des capitaux, à l’intérêt essentiel qu’il y a à réduire les risques juridiques, les risques systémiques et les coûts correspondants, liés aux opérations transfrontières portant sur des titres détenus auprès d’un intermédiaire”.

S’agissant du droit matériel, on mentionne que l’harmonisation de la nature des droits résultant de l’entrée en compte d’instruments financiers fait actuellement l’objet d’autres travaux internationaux qui en sont à leurs prémices. Il en va ainsi des travaux menés sous les auspices d’UNIDROIT³⁹ et, au niveau communautaire, des travaux du “*Legal Certainty*

Group” constitué en janvier 2005 par la Commission européenne dans la foulée de sa communication d’avril 2004 sur le clearing et le règlement-titres en Europe⁴⁰.

14. À l’instar du droit communautaire, un des choix majeurs retenus par les négociateurs de la Convention a consisté dans le rejet de toute approche (encore appelée approche de “transparence” ou “*look-through approach*”) consistant à “regarder au travers” des différents niveaux d’intermédiation pour prendre en compte la localisation des titres sous-jacents⁴¹. Outre les raisons d’insécurité juridique indiquées ci-dessus, cette exclusion s’explique aussi par le fait que, dans la pratique, une garantie est souvent constituée sur un portefeuille diversifié de titres émis par des entités – privées ou publiques – relevant de législations différentes. Eu égard à la pratique consistant dans la conservation des titres sous-jacents dans leurs marchés nationaux par le biais de sous-dépositaires locaux⁴², l’application d’une telle “*look-through approach*” aurait impliqué l’obligation de déterminer et d’appliquer la législation d’une multitude d’États en même temps pour chacune des opérations portant sur une masse de titres d’émetteurs diversifiés. Une autre difficulté aurait également consisté dans l’impossibilité pratique d’obtenir l’information quant au lieu exact de conservation réelle des titres sous-jacents⁴³.

15. La Convention présente une structure relativement simple: le Chapitre premier énonce les définitions liminaires et détermine le champ d’application matériel de la Convention notamment au moyen d’une liste des questions particulières auxquelles la loi déterminée par la Convention – ci-

³⁶. C.J.C.E. 9 septembre 2004, aff. C-70/03, *Commission/Espagne, Rec. C.J.C.E.*, p. I-7999; Ph.-E. PARTSCH, “Droit bancaire et financier européen: Chronique de jurisprudence de l’année 2004”, *Bulletin Droit & Banque*, ALJB, n° 36, p. 56.

³⁷. À titre d’observation générale, ceci met en exergue le fait qu’à défaut d’une définition très précise et univoque des facteurs de rattachement, l’adoption de règles de conflit de lois par la voie de directives n’apparaît pas toujours adaptée à l’exigence d’une uniformité que recherche précisément une harmonisation. À défaut de ces conditions de précision, la directive peut s’avérer impropre à réaliser un rapprochement des droits internationaux privés des États membres, au contraire d’un règlement ou encore d’une convention internationale (Ph.-E. PARTSCH, *Le droit international privé européen, De Rome à Nice, o.c.*, n°s 442 et s.).

³⁸. Rapport explicatif, n°s Int2, Int3 et 4-3.

³⁹. Institut international pour l’uniformisation du droit privé; voy. l’avant-projet de Convention sur l’harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d’un intermédiaire (décembre 2004) disponible sur le site <http://www.unidroit.org>, ainsi que les notes explicatives préparées par le Secrétariat d’Unidroit sur ledit avant-projet, in *Rev. Dr. Unif.* 2005-1/2, pp. 36-111.

⁴⁰. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen du 28 avril 2004 intitulée “Compensation et règlement-livraison dans l’Union européenne – Un plan pour avancer” (COM(2004)0312).

⁴¹. *Supra*, n° 9.

⁴². En vue de faciliter les services liés à la conservation (exercice des droits attachés au titre: encaissement des revenus liés au titre, droit de vote,...), les titres (au porteur) sont généralement conservés dans leurs marchés nationaux via des sous-dépositaires locaux (“*custodians*”) dans les coffres desquels les titres sont physiquement conservés.

⁴³. Sur les différentes difficultés inhérentes à l’approche “transparence”, voy. Rapport explicatif, n°s Int38-Int40; H. KRONKE, “Capital Markets and Conflict of Laws”, *Cours de l’Académie Royale de La Haye*, 2001, p. 320.

après, “la loi de la Convention” ou “la loi applicable” – s’applique⁴⁴. Le Chapitre II énonce la règle de rattachement (sous la forme d’une règle de rattachement principal et de règles de rattachement subsidiaire) et détermine l’impact d’une modification de la loi applicable et la relation entre la Convention et les règles applicables en matière de procédures d’insolvabilité. Le Chapitre III traite des questions générales telles que l’exclusion du renvoi, les exceptions liées à l’ordre public, l’application de la Convention concernant les États à plusieurs unités, l’interprétation uniforme de la Convention. Le Chapitre IV règle les questions – importantes pour la pratique – de droit transitoire et le Chapitre V les clauses finales usuelles (signature, ratification, entrée en vigueur, ...).

B. Examen de la Convention

1. Champ d’application

16. La Convention établit une règle de conflit de lois applicable lorsque les titres sont détenus en compte auprès d’un intermédiaire, à savoir lorsqu’ils sont crédités à un compte de titres et ce, quelle que soit la nature des droits⁴⁵ résultant de l’inscription en compte des titres⁴⁶, selon la loi matérielle applicable.

Le critère déterminant qui conduit à l’application de la Convention consiste ainsi dans l’entrée de titres en compte tenu par un intermédiaire. La Convention ne s’applique donc pas aux droits que tient une personne directement de l’émetteur des titres lorsqu’elle est titulaire de titres nominatifs inscrits dans des registres tenus par ou pour l’émetteur ou lorsqu’elle est le détenteur matériel de certificats physiques représentant les titres⁴⁷.

17. En ce qui concerne les titres visés, l’article 1.1, a) de la Convention prévoit une définition large (“actions, obliga-

tions, ou autres instruments financiers ou actifs financiers – autres que des espèces – ou tout droit sur ces titres”), ce qui vise également les concepts de “*security entitlement*” régi par l’article 8 du *Uniform Commercial Code* américain ou de droits de copropriété sur une masse fongible de titres inscrits en compte auprès d’un organisme de liquidation ou d’un de ses affiliés au sens de l’arrêté royal n° 62 ou encore tels que régis par la loi luxembourgeoise du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d’autres instruments fongibles⁴⁸. En raison de la définition d’“intermédiaire” et de “compte de titres”⁴⁹, les titres couverts par la Convention sont donc uniquement ceux susceptibles de faire l’objet d’une inscription en compte. La notion d’“intermédiaire”⁵⁰ est définie par l’article 1.1, c) qui requiert que l’activité de tenue de compte soit effectuée à titre professionnel ou à titre habituel. La notion d’“intermédiaire” étant la pierre angulaire de l’application de la Convention, celle-ci identifie aux articles 1.3 à 1.5 des situations particulières nécessitant un commentaire aux sections suivantes.

18. Si toute personne ayant comme activité habituelle la tenue de compte-titres est un intermédiaire au sens de la Convention, quel que soit son statut au regard de la loi nationale qui régit (ou non) ses activités⁵¹, il n’en va pas ainsi de simples agents de l’émetteur tels que ceux tenant par exemple son registre d’actions nominatives (“*registrar*”) ou opérant le transfert de ses titres une fois émis pour les besoins de leur répartition entre souscripteurs (“*transfer agents*”)⁵², pas plus de ceux agissant comme agents ou mandataires de titulaires de comptes (tenus par ailleurs par un intermédiaire) aux fins de gérer leurs positions comptables⁵³.

Si la Convention a comme objectif essentiel de déterminer la loi applicable à des titres inscrits en compte, c’est-à-dire à des titres “intermédiés” où l’investisseur n’est pas en relation directe *et exclusive* avec l’émetteur vu l’interposition de son intermédiaire⁵⁴, il reste que la Convention a aussi vocation à s’appliquer, en vertu de son article 1.4, aux relations entre dépositaires centraux nationaux (“CSD”)⁵⁵ – au som-

⁴⁴ On relève ici que dans son articulation, la Convention confond peut-être le domaine de la loi applicable désignée par la règle de conflit de lois et le champ d’application *sensu stricto* de la Convention elle-même qui résulte des définitions données par son art. 1^{er} (voy. M. GERMAIN et C. KESSEDIAN, *o.c.*, n°s 2 et 7).

⁴⁵ Que les droits découlant de l’entrée de titres en compte soient de nature contractuelle à l’égard du teneur de compte (art. 2.2 de la Convention), des droits de propriété ou autres mais à l’exclusion des droits purement contractuels découlant de la relation de compte (voy. *infra*, n° 23 et n° 24 à propos de l’art. 2.3 de la Convention). Rapport explicatif, n°s Int22-25.

⁴⁶ Art. 2.1 de la Convention (lu en relation avec la définition d’“intermédiaire” de l’art. 1.1, c)). Rapport explicatif, n°s Int20 et Int24.

⁴⁷ Rapport explicatif, n°s Int24 et 1-16.

⁴⁸ Voy. *infra*, n° 23.

⁴⁹ La notion de “transfert” définie à l’art. 1.1, h) et 1.2 est commentée ci-après (*infra*, n°s 25 et 26).

⁵⁰ “Toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité”.

⁵¹ Établissement de crédit, entreprise d’investissement, courtier, autre entreprise financière, commerciale ou même civile, le cas échéant, réglementée ou non: un particulier personne physique pourrait ainsi être un intermédiaire si la tenue de compte-titres lui est permise au regard de sa loi nationale.

⁵² Art. 1.3, a) de la Convention.

⁵³ Art. 1.3, b) de la Convention. Voy. le Rapport explicatif, n° 1-35.

⁵⁴ Quelle que soit par ailleurs l’incidence d’une telle interposition sur la nature des droits du titulaire sur les titres en compte: droits “directs” sur les titres ou droits de copropriété exerçables uniquement à l’égard de l’intermédiaire, sans nécessairement exclure pour autant l’existence de certains rapports directs avec l’émetteur.

⁵⁵ Voy. *supra*, n° 4.

met de la pyramide de l'émission des titres domestiques déposés ou enregistrés dans leurs systèmes – et leurs participants (qui peuvent être non seulement des institutions financières mais aussi des milliers de particuliers comme dans le système anglais *Crest*⁵⁶ ou dans les systèmes scandinaves). En de pareils cas, la question de la détermination de la loi applicable aux titres nationaux⁵⁷ inscrits en compte auprès d'un dépositaire central du pays de l'émission considérée n'est pas douteuse puisque le dépositaire central détient les titres en coffre ou dans ses comptes *ab initio* dès l'émission (titres dématérialisés) de sorte qu'ici la loi du pays de l'émission coïncide normalement avec le droit régissant la relation de compte. Cette confirmation expresse de l'application de la Convention à cette relation entre le dépositaire central et ses clients pour la détention de titres nationaux, a cependant été demandée par certains États soucieux d'assurer une parfaite sécurité juridique pour tous les intermédiaires sur titres.

La Convention⁵⁸ prévoit cependant une possibilité de dérogation ("*opt-out*") en faveur des systèmes de règlement-titres qui ne détiennent pas à proprement parler de titres dans leurs livres, ces livres étant toutefois assimilés légalement au registre de l'émetteur de titres nominatifs, de sorte qu'un transfert dans les livres d'un tel système équivaut juridiquement et opérationnellement à un transfert direct dans le registre de l'émetteur. Pour ces systèmes⁵⁹, l'assimilation de l'opérateur à un intermédiaire peut être discuté puisque ici l'investisseur doit être toujours considéré comme directement en relation avec l'émetteur. En outre, dans le cas spécifique de *Crest*, ce système anglais est aussi en charge, en parallèle, du règlement-livraison des actions et obligations nominatives irlandaises pour lesquelles les transferts s'opèrent sous l'empire du droit irlandais. Il convenait donc de réserver la possibilité pour l'État irlandais d'exclure le système de livraison de titres irlandais géré par *Crest* du champ d'application de la Convention⁶⁰.

19. Comme le relève le préambule de la Convention, celle-ci a vocation à s'appliquer en matière internationale, sans

toutefois qu'un facteur créant un degré d'internationalité d'une situation ne soit défini. À l'instar de la solution prévue par la Convention de Rome sur la loi applicable aux obligations contractuelles⁶¹, l'article 3 dispose que la Convention s'applique à toutes situations comportant un conflit entre les lois de différents États. Les mots "conflit entre les lois de différents États" n'impliquent pas qu'une analyse traditionnelle de conflit de lois selon le droit international privé du for doive être réalisée ou satisfaite. Toute situation impliquant l'applicabilité possible de la loi d'États différents déclenche l'application de la Convention, avec pour conséquence que la loi applicable sera la loi déterminée par les règles de conflit de lois de la Convention⁶².

20. En ce qui concerne le champ d'application territorial, l'article 9 illustre la volonté de favoriser une application de la Convention la plus large possible: la Convention s'applique même si la solution de la règle de conflit de lois conduit à l'application de la loi d'un État non contractant ("principe d'application universelle"⁶³).

2. Domaine de la loi applicable

21. La loi applicable définie par la règle de conflit de lois régit une série de questions touchant en règle aux aspects patrimoniaux et qui sont énumérées à l'article 2.1 de la Convention. La portée de l'article 2.1 signifie que la loi applicable doit s'appliquer à *toutes* les questions visées à l'article 2.1. Il n'est donc pas possible que certains aspects soient régis par une loi et d'autres par une loi différente: dès lors que la liste a pour objet de formuler une liste exhaustive des différentes questions inhérentes aux opérations sur titres intermédiés régies par la loi applicable, il importe de relever que l'ensemble de ces questions (*litteras a*) à g) de l'art. 2.1) sont régies par une seule et même loi. De même, il n'est pas important de déterminer si un aspect relève d'une *littera* plu-

^{56.} Sur *Crest*, voy. le site <http://www.crestco.co.uk/home/home.html#/home/homePage.html>; J. BENJAMIN et M. YATES, *The Law of Global Custody*, 2^e éd., Butterworths, 2002, p. 166, n^{os} 9.1 et s.

^{57.} En revanche, pour les *titres étrangers* inscrits en compte dans les livres du dépositaire central, détenus via des liens (c'est-à-dire via un compte-titres omnibus collectif ouvert, directement ou indirectement, auprès du dépositaire central étranger du pays d'émission des titres), le premier dépositaire central ("système investisseur" pour reprendre une terminologie utilisée par la Banque centrale européenne: "*Investor SSS*") agit bel et bien vis-à-vis de ses propres participants comme un "intermédiaire" au sens de la Convention et pourra – plus utilement ici – revendiquer le bénéfice de la loi qui régit ses relations de compte avec ces participants, sans être exposé au risque de voir s'appliquer la loi du pays d'émission et de détention des titres sous-jacents ("*look-through*").

^{58.} Art. 1.5 de la Convention.

^{59.} Le système anglais *Crest* en est un exemple. Voy. le Rapport explicatif, n^o 1-37.

^{60.} À défaut de quoi, par application des critères de rattachement prévus par les art. 4 et 5 de la Convention, c'est le droit anglais qui aurait seul trouvé à s'appliquer aux transferts de titres nominatifs irlandais. Rapport explicatif, n^o 1-37.

^{61.} Voy. notamment le Rapport "Giuliano-Lagarde", *J.O.C.E.* n^o C. 282 du 31 octobre 1980, p. 1; F. RIGAUX et M. FALLON, *Droit international privé*, t. 1^{er}, Larcier, 1987, n^o 277; A. HEYVAERT, *Belgisch Internationaal Privaatrecht, een inleiding*, 4^{de} uitg., Kluwer, 2002, n^{os} 431 et s.; N. WATTÉ, "Le nouveau droit international privé des contrats. La loi du 14 juillet 1987", *R.G.D.C.* 1989, p. 301, n^{os} 7 et s.

^{62.} Pour une illustration de cette exigence conduisant à l'applicabilité de la Convention, voy. le Rapport explicatif, n^{os} 3-6 et s.

^{63.} Ce principe a pour conséquences que la règle de conflit conventionnelle remplace entièrement – et pas seulement dans les rapports entre États contractants – la règle de conflit nationale et que la loi désignée peut être aussi bien celle d'un État contractant que d'un État non contractant (voy. E. PATAUT, "De Bruxelles à La Haye – Droit international privé communautaire et droit international privé conventionnel", in *Le droit international privé: esprit et méthodes, Mélanges en l'honneur de Paul Lagarde*, Dalloz, 2005, p. 661).

tôt que d'un autre: il suffit que la question relève de la liste pour être régie par la loi applicable⁶⁴.

Les questions régies par la loi applicable sont les suivantes:

a) La nature et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres en compte

22. La nature des droits découlant de l'inscription de titres en compte varie selon les législations. Certaines législations s'en remettent aux conséquences du droit commun en cas de dépôt de titres en régime de fongibilité et considèrent que le droit de propriété sur les titres ainsi déposés disparaît au profit d'un simple droit de créance consistant dans le droit de se faire livrer une quantité donnée de titres équivalents. D'autres législations prévoient quant à elles expressément l'existence d'un droit réel, de propriété ou de copropriété (selon notamment que la législation requiert l'individualisation des titres au nom de leur titulaire ou qu'elle admet le dépôt collectif des titres en fongibilité).

23. Le droit belge prévoit ainsi que les titres soumis à un régime de fongibilité conformément à l'arrêté royal n° 62⁶⁵ confèrent un droit de copropriété de nature incorporelle à l'ensemble des déposants sur l'universalité des titres de même espèce – masse fongible de titres inscrits en compte – déposés auprès du dépositaire (un organisme de liquidation au sens de l'arrêté royal n° 62⁶⁶ ou un de ses affiliés), permettant l'exercice à l'encontre de l'intermédiaire d'un droit de revendication⁶⁷, par ailleurs opposable à tous.

Dans ce régime, on notera qu'en cas de gage, la mise en gage ne porte pas sur les titres sous-jacents, mais a pour assiette le droit de copropriété sur l'universalité des titres de même nature tels qu'inscrits en compte⁶⁸. De ce point de vue, le droit belge est donc bien celui qui, au titre de "*lex rei sitae* moderne", détermine les conditions d'opposabilité et d'exercice d'un tel gage. Compte tenu de ce que le droit sur les titres – qualifié de "réel" selon la législation nationale – constitue un droit exerçable à l'encontre du seul intermédiaire direct⁶⁹, certains ont comparé cette approche au "*security entitlement*" consacré ultérieurement par le *Uniform Commercial Code* américain (section 8-110(e) du UCC)⁷⁰.

Ce concept de "*security entitlement*" – conformément à une logique mettant l'accent sur la relation entre l'intermédiaire et son client – consiste à donner au titulaire de titres inscrits en compte un droit de copropriété (outre une série de droits de nature contractuelle) à l'encontre de son intermédiaire opposable aux tiers (notamment les créanciers de son intermédiaire), droit qui peut ainsi être cédé ou donné en garantie⁷¹.

La loi luxembourgeoise du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles prévoit également l'existence de droits de copropriété sur une masse fongible de titres inscrits en compte permettant l'exercice d'un droit de revendication⁷².

24. La loi applicable déterminera ainsi la nature des droits du titulaire de compte et leurs effets à l'égard de l'intermédiaire teneur de compte et des tiers. Les droits ainsi déterminés par la loi applicable sont ceux découlant de l'inscription des titres en compte ou, pour reprendre la formule de la Convention, ceux résultant du crédit de titres à un compte-titres.

^{64.} Ceci explique que les rédacteurs de la Convention n'ont pas jugé nécessaire d'éviter que certains aspects soient couverts par plusieurs littères.

^{65.} Arrêté royal n° 62 coordonné relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments, tel que coordonné par l'arrêté royal du 27 janvier 2004.

^{66.} À l'heure actuelle, sont désignés comme organismes de liquidation en Belgique: la Caisse interprofessionnelle de dépôts et de virements de titres, en abrégé "C.I.K.", Euroclear Bank (arrêté royal du 22 août 2002, *M.B.* 4 septembre 2002, p. 39181) ainsi que le Clearing BNB (art. 1^{er}, 1^o de l'arrêté royal n° 62).

^{67.} Sur ce régime, voy. notamment *Doc. parl.* Ch. repr., sess. 2001-02, n°s 1842/001 et 1843/001, p. 119; M. VAN DER HAEGEN, "Le système Euroclear", *Rev. banque* 1994, p. 138; B. SERVAES, "Het immobiliseren van effecten: het Belgisch juridisch kader", in *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Jan Ronse Instituut – K.U.Leuven, Biblio, n° 12, 2000, pp. 513-526, spéc. 521; J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, t. III, 2^e éd., 1981, pp. 145-151, n° 164; L. DE GHENGI et B. SERVAES, "Collateral held in Euroclear system: a legal overview", *J.I.B.F.L.* 1999, p. 85; C. BODDAERT, "Verpanding van financiële instrumenten", in *Voorrechten en Hypotheken, Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, 2002, n°s 1-35; L. DABIN, *Régime juridique des marchés financiers & des valeurs mobilières*, Bruxelles, Larcier, 2004, n°s 159 et 194; M. TISON, "Competing for Legal Certainty: The Regime of Dematerialised Securities in Belgian Law", in *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Banque Éditeur, 2005, à paraître; sur ce type de régime en général, voy. D. DEVOS, "The Hague Convention...", *o.c.*, p. 162, note 18.

^{68.} Voy. l'art. 2, dernier al. de l'arrêté royal n° 62 ainsi que l'exposé des motifs de la loi précitée du 2 août 2002 (*Doc. parl.* Ch. repr., n°s 1842/001 et 1843/001, pp. 114 et s., spéc. 115).

^{69.} Voy. les art. 12 et 13 de l'arrêté royal n° 62.

^{70.} Voy. H. DE VAUPLANE et F. NIZARD, "Les titres inscrits en compte en droit international privé", *Mélanges AEDBF-France III*, pp. 401-423. Sur la réforme du UCC en ce qu'elle concerne le concept de "*security entitlement*" – "*droit sur titres*", voy. le doc. préliminaire n° 1, notes 92 à 102 citant le rapport explicatif rédigé par le prof. ROGERS; R.D. GUYNN et J. S. ROGERS, "United States (New-York)", in *Cross border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, *o.c.*, p. 603.

^{71.} Voy. également F. NIZARD, "Sécurité financière et transfert de titres en droit anglais et en droit new-yorkais", *Rev. prat. soc.* 2003, p. 227; *Les titres négociables*, Economica – Rev. Banque Édition, 2003, n°s 642 et s. et 797.

^{72.} *Mémorial* 31 août 2001, p. 2180. Voy. W. HAUTEKIEET et Ph. DUPONT, "Rapport luxembourgeois", in *Cross border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*, *o.c.*, p. 380, n°s 17.12 et 17.13; A. SCHMITT, L. BERTHELET et J. DIF, "Circulation of Securities and other Fungible Instruments", *J.I.B.L.* 2002, p. 44; J.-F. TRAPP, L. NOGUERA et F. SUDRET, "Transfer of Ownership as Security Act of August 1, 2001", *J.I.B.L.* 2002, p. 48; P. MOUSEL et F. FAYOT, "La circulation des titres", in *Droit bancaire et financier au Luxembourg*, ALJB, Bruxelles, Larcier, vol. 3, 2004, p. 1319, n°s 39-39.

Comme le précisent – parfois de manière surabondante⁷³ – les articles 2.2 et 2.3 de la Convention, d'une part, le domaine de la loi applicable énoncé à l'article 2.1 est d'application même si la nature des droits du titulaire de compte est de nature contractuelle – et non pas réelle – à l'égard du teneur de compte⁷⁴; d'autre part, les autres aspects de nature “purement” contractuelle (découlant non pas du crédit de titres à un compte-titres mais bien de la relation de compte avec l'intermédiaire pertinent) demeurent en dehors du champ de la loi applicable⁷⁵. Le Rapport explicatif cite les exemples du niveau de diligence attendu de l'intermédiaire dans la tenue des comptes de titres, la teneur et la fréquence des relevés de compte, les limites de temps dans lesquelles le titulaire de compte doit délivrer des instructions pour assurer leur exécution le même jour⁷⁶. En bref, les aspects contractuels de la relation de compte (prestations, responsabilités, preuve, etc.) restent en dehors de la loi de la Convention pour demeurer régis par la *lex contractus* (qui peut toutefois coïncider avec la loi de la Convention, comme le permet l'article 4.1⁷⁷). Il en va de même des relations avec une contrepartie ou un autre intermédiaire que l'intermédiaire pertinent (tenant le compte considéré)⁷⁸ ou encore de celles avec l'émetteur de titres ou son agent (*registrar*, *transfer agent*)⁷⁹, sous réserve, dans le cas de l'émetteur, de l'application de la *lex societatis*⁸⁰.

b) La nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres

25. La loi applicable détermine la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres. Le terme “*transfert*” est défini par l'article 1.1, h) et couvre aussi bien les transferts de propriété (purs et simples ou ceux à titre de garantie) que les constitutions de sûreté du type nantissement (avec ou sans dépossession).

Dès lors que le domaine de la loi applicable couvre la nature juridique du transfert, les parties à un “transfert” sont assurées que leur opération ne sera pas remise en cause *en vertu d'une autre loi*. Cet aspect est particulièrement important en ce qui concerne l'appréciation des risques juridiques auxquels sont soumises les opérations de cession-rétrocession (en anglais, *repurchase transaction*, “*repo*”)⁸¹. En raison de leur importance dans le secteur financier⁸², le droit communautaire⁸³ et certaines législations nationales ont adopté une réglementation mettant les opérations de cession-rétrocession à l'abri des risques d'invalidité – plus précisément, de requalification (en un gage irrégulier) – et d'inopposabilité qu'elles encourent⁸⁴.

26. La notion de “transfert” est aussi précisée par l'article 1.2 de la Convention. Une première précision assimile les

73. Ceci résulte de l'influence anglo-saxonne en matière de légistique, qui conduit fréquemment à des répétitions. Concernant les critiques d'ordre légistique que l'on peut adresser à la Convention, voy. M. GERMAIN et C. KESSEDIAN, *o.c.*, n° 2.

74. Art. 2.2 de la Convention. Une telle précision au sein du Rapport explicatif aurait largement suffi dans la mesure où la formulation de l'art. 2.1 laissait totalement ouverte la question de la nature des droits résultant d'un crédit en compte puisque cette question est par essence définie par la loi applicable.

75. Art. 2.3, a) de la Convention. Rapport explicatif, n°s 2-4 à 2-7 et 2-32.

Rapport explicatif, n° 2-32.

77. *Infra*, n° 35.

78. Art. 2.3, b) de la Convention. Il peut s'agir de questions relevant des modalités d'un transfert comme le nombre et le type de titres devant être transférés, le prix des titres, la date à laquelle les titres doivent être transférés contre paiement, ou de questions en matière de responsabilité contractuelle comme les conséquences d'un manquement par l'une ou l'autre des parties concernant le transfert des titres ou le paiement à l'échéance.

79. Voy. *supra* n° 18. Art. 2.3, c) de la Convention. Cette exclusion couvre les obligations d'un émetteur eu égard à son statut d'émetteur et concerne des aspects comme l'existence et les modalités d'un droit de vote, d'un droit aux dividendes. La Convention n'a pas davantage d'effet en matière d'obligations réglementaires liées à une émission de titres ou à une admission à la négociation de titres sur un marché.

80. Voy. *supra*, note 6.

81. À savoir l'opération par laquelle une partie vend au comptant des instruments financiers tout en convenant simultanément avec sa contrepartie de procéder à un rachat à terme d'instruments financiers présentant les mêmes caractéristiques à un prix déterminé (voy. D. DEVOS, “Les effets externes des conventions en matière financière”, in *Le contrat et les tiers, les effets externes et la tierce complicité*, ABJE-EJB, 1995, p. 185, n° 18; “La protection juridique des systèmes de paiement et de règlement-titres en Belgique (après la loi du 28 avril 1999)”, *Rev. banque* 2000, pp. 313, n° 12; H. COLIN, “De cession-retrocessietransactie (wet van 2 januari 1991): een wettelijke regeling inzake fiduciaire eigendomsoverdracht als zekerheidstelling”, *R.W.* 1991-92, 1 et s.; K. VAN DER ELST, “Cessie-retrocessies van effecten: het juridisch kader van repo-transacties naar Belgisch recht”, *Rev. banque* 1994, pp. 581 et s.; G. NEJMAN, *Les contrats de produits dérivés, Dossier du J.T.*, n° 21, 1999, annexe 1, p. 147).

82. Voy. “European repo market survey, number 1 – conducted June 2001”, septembre 2001, ISMA (International Securities Market Association); voy. également le rapport établi par le CGFS (*Committee on the Global Financial System*), “Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics”, Bank for International Settlements, mars 2001, disponible sur le site <http://www.bis.org/publ/cgfs17.htm>.

83. Au titre de règle de droit matériel, dans le cadre de la directive Finalité, les opérations de *repo* bénéficient déjà d'une protection résultant de leur assimilation à une “garantie” au sens de cette directive. En vertu de l'art. 9 § 1^{er} de cette directive, une opération de *repo* conclue par ou au profit d'un participant à un système de paiement ou de règlement-titres ou au profit de banques centrales ne peut être affectée par une procédure d'insolvabilité. L'efficacité absolue de l'opération de *repo* est ainsi assurée comme s'il n'y avait pas de procédure d'insolvabilité de la contrepartie (voy. D. 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”, *o.c.*, n° 37 et “Collateral transactions in Payment and Securities Settlement Systems: The EU Framework”, *Dr. banc. fin.* 2002, pp. 10-27). Il s'agit encore de la protection conférée par la directive *Collateral* qui impose aux États membres une modification de leur droit matériel en vue de reconnaître, dans les limites de son champ d'application, la validité et l'opposabilité des transferts de propriété à titre de garantie, en ce compris les opérations de cession-rétrocession.

84. J. BENJAMIN, “Recharacterisation risk and conflict of laws”, in *The Oxford Colloquium on collateral and conflict of laws*, *J.I.B.F.L.*, supplément septembre 1998, pp. 29-37; R. FENTIMAN, “Cross-border securities collateral: redefining recharacterisation risk”, *ibid.*, pp. 38-46.

opérations de transfert ayant pour objet le compte de titres lui-même et les cas où l'opération de transfert porte sur une partie ou la totalité des titres crédités à un compte de titres. Sont ainsi visés les cas où une sûreté est constituée sur une partie ou sur la totalité des titres crédités à un compte au moment de la constitution ou, en outre, sur les titres crédités ultérieurement sur ce compte. Dans ces deux cas, le constituant demeure titulaire du compte, disposant du droit d'effectuer des transactions portant sur les titres grevés (dans les limites évidemment des droits du bénéficiaire de la convention de garantie). L'article 1.2, a) précise que ce procédé dont la particularité réside dans la variabilité de l'assiette est aussi couvert par le terme "transfert".

Une deuxième précision concerne les transferts effectués en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte: la Convention vise aussi, évidemment, les opérations par lesquelles les intermédiaires financiers se font consentir des garanties portant sur des titres qu'ils détiennent pour un titulaire de compte (art. 1.2, b)). Une troisième précision, plus importante à notre sens, concerne l'assimilation à un "transfert" au sens de la Convention des privilèges légaux établis en faveur de l'intermédiaire du titulaire de compte si le privilège garantit le paiement d'une créance née en relation avec la tenue et le fonctionnement d'un compte de titres (art. 1.2, c)) en ce compris du chef d'avances et prêts s'y rapportant⁸⁵.

c) Les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres

27. La loi applicable définit les conditions d'opposabilité, à savoir "l'accomplissement de toute formalité nécessaire en vue d'assurer le plein effet d'un transfert envers toute personne qui n'est pas partie à ce transfert" (art. 1.1, i)). En droit belge, comme on le sait, ces formalités ont été considérablement réduites pour ce qui a trait aux sûretés sur instruments financiers, particulièrement à la suite de la transposition de la directive *Collateral* par la récente loi du 15 décembre 2004⁸⁶. S'agissant des transferts de titres en propriété, leur opposabilité aux tiers résulte généralement du transfert des titres au crédit du compte de la contrepartie destinataire⁸⁷.

d) La priorité de droits concurrents

28. La loi applicable règle la priorité entre droits concurrents qui seraient invoqués et ce, hors le cas des procédures d'insolvabilité qui font l'objet d'une disposition spécifique de la Convention⁸⁸.

Ainsi, à supposer la loi belge applicable, un exemple de solution de conflit de rang entre deux droits concurrents est donné par l'article 10 de la loi du 15 décembre 2004 relative aux sûretés financières qui règle la question d'un conflit entre le privilège légal institué par l'article 31 de la loi du 2 août 2002 (au profit d'une part, des intermédiaires financiers et d'autre part, des organismes de compensation et de liquidation sur les avoirs remis par leurs clients respectifs) et un gage dont l'assiette est constituée d'avoirs soumis audit privilège. Sauf convention contraire par laquelle un créancier gagiste renoncerait au bénéfice de cette priorité, la solution consiste à affirmer la primauté du gage sur le privilège si l'intermédiaire ou organisme bénéficiaire du privilège légal a accepté d'inscrire dans ses livres ledit gage sur des instruments financiers.

e) Les obligations d'un intermédiaire lorsqu'un droit concurrent est invoqué

29. La loi applicable traite également les obligations d'un intermédiaire concernant la suite qu'il doit donner à des prétentions concurrentes relatives à des titres qu'il détient en compte, par exemple du chef d'une saisie-arrêt ou d'une mesure judiciaire de blocage portant sur le compte-titres⁸⁹.

f) Les conditions de réalisation d'un droit

30. Les conditions de réalisation d'un droit sur les titres portés en compte sont également déterminées par la loi applicable. Ainsi, particulièrement en matière de sûretés, la loi applicable déterminera s'il faut ou non, et dans quelles conditions, recourir à un tribunal afin d'obtenir une autorisation, les modalités de réalisation (vente de l'assiette de gré à gré ou par vente publique, possibilité d'appropriation de l'assiette par le bénéficiaire de la sûreté,...).

⁸⁵. Voy. le Rapport explicatif, n° 1-31. C'est le cas notamment du privilège spécial établi par l'art. 31 de la loi précitée du 2 août 2002; voy. *supra*, note 21.

⁸⁶. Voy. notamment le dossier récemment consacré à cette loi dans la revue *Dr. banc. fin.* 2005/III ainsi que V. SAGAERT et H. SEELDRAYERS, "De wet financiële zekerheden", *R.W.* 2004-05, p. 1521 et C. BODDAERT, "De wet op de financiële zekerheden van 15 december 2004", in *Voorrechten en Hypotheken, Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, 2005.

⁸⁷. Voy. J. VAN RYN et J. HEENEN, *o.c.*, n° 158; L. DABIN, *o.c.*, n° 198. Plus généralement, Ph. HAMER et N. VERHEYDEN-JEANMART, "Les tiers et les contrats constitutifs ou translatifs de droits réels", in *Le contrat et les tiers, les effets externes et la tierce complicité*, EJB-ABJE-Vlaams Pleitgenootschap, 1995, p. 9, spéc. 31 et s.

⁸⁸. Voy. *infra*, n°s 41 à 43.

⁸⁹. Voy. le Rapport explicatif, n°s 2-24 à 2-27.

g) Droits aux dividendes, revenus, ou remboursements, produits de cession ou autres produits

31. La portée de l'article 2.1, g) de la Convention n'est pas d'étendre la notion de "titres détenus auprès d'un intermédiaire" aux espèces détenues par l'intermédiaire. La disposition a uniquement pour objet de préciser que la loi applicable détermine la question de savoir si le "transfert" de titres couvre également le bénéfice de droits attachés à ces titres comme, par exemple, la question de savoir si la constitution d'une sûreté sur titres s'étend aux droits aux dividendes ou aux intérêts versés par l'émetteur aux titulaires de ces titres. Les éléments visés par la disposition peuvent revêtir des formes variées, comme des dividendes, des intérêts, l'attribution d'actions gratuites, l'exercice d'un droit préférentiel de souscription ou de vente ("put", "call" prévus par les conditions d'émission, p. ex. en matière d'eurobonds), les montants versés en remboursement du capital des titres, le produit de la cession effectuée par le titulaire de compte, ou encore la conversion des titres en d'autres titres, etc.

S'agissant d'attributs attachés à des titres tels que le droit de percevoir des dividendes ou des intérêts, il résulte bien de la combinaison des articles 2.1, g) et 2.3, c) de la Convention que l'existence (et les modalités) de tels droits demeure régie par les règles classiques de droit international privé (*lex societatis* pour les titres représentatifs de capital, *lex contractus* pour les titres de créance)⁹⁰ mais que la question de savoir si l'assiette d'un "transfert" couvre également de tels droits est déterminée par la loi de la Convention.

3. Facteur de rattachement

32. Comme indiqué plus haut, bien que les règles communautaires consacrées par les trois directives communautaires prévoyaient déjà une rupture avec l'approche traditionnelle de la transparence (qui correspond avec la *lex rei sitae* au sens traditionnel) en retenant le lieu du compte comme facteur de rattachement, il convenait d'affiner ce critère afin de permettre une localisation sans ambiguïté⁹¹.

33. Ceci revient d'entrée de jeu à se poser la question de savoir ce qu'est un compte (de titres). À notre avis, un compte est d'abord un document comptable qui retrace les opérations effectuées par le titulaire du compte: la constatation comptable de fluctuations (à la suite d'opérations) par le jeu d'écritures comptables (débit et crédit) intervenant dans le prolongement d'une convention d'ouverture de compte⁹². Si l'on met l'accent non sur le support qui enregistre les opérations mais sur son origine et sa nature juridique, on peut dire que le compte est essentiellement une *convention* tendant à simplifier le règlement d'opérations qui naissent entre les correspondants⁹³.

Plus particulièrement, il nous paraît qu'un compte de titres (et ce dans la plupart des pays) n'est effectivement rien d'autre qu'une *convention entre l'intermédiaire et le titulaire par laquelle les parties conviennent d'enregistrer sous forme scripturale par voie de débit ou de crédit les opérations sur titres accomplies par ou en faveur du titulaire, entraînant la soumission des droits en découlant à un régime juridique (généralement) spécifique*⁹⁴. Mais le compte-titres n'est pas à notre sens une "chose" ou un bien spécifique distinct des droits sur les titres qui y sont crédités même si certaines législations autorisent pour des raisons d'efficacité pratique la mise en gage d'un compte-titres pour permettre, en réalité, l'appréhension de tous les titres qui y sont ou seront crédités.

En tout état de cause, un compte-titres n'est pas un objet corporel susceptible de localisation.

Dès lors que la tenue de compte-titres s'effectue en effet essentiellement au départ d'un écran informatique se pose la question de savoir où ce compte est réellement tenu, en particulier, dans le cas d'établissements avec implantations multiples de succursales dans différents États: le compte est-il tenu au lieu de l'établissement principal du teneur de compte, au lieu de sa succursale ayant négocié, par exemple, la convention de compte, au lieu d'envoi des extraits de compte, au lieu où les appels des clients sont reçus ("call center"), au lieu d'archivage des opérations titres, au lieu de localisation des ordinateurs qui traitent les multiples instructions afférentes à l'ensemble des opérations (de toute nature) de l'intermédiaire, etc.⁹⁵? La question est d'autant plus inso-

⁹⁰ *Supra*, note 6; D. CARAMALLI, "Détermination et portée du droit applicable à une émission d'obligations par une société française à l'étranger", *Banque & Droit* 2002, n° 84, p. 3 et J.-P. BOUÈRE, Ph. DEROUIN, J.-M. DESACHÉ, A. DUHAMEL, E. MALIVAUD et H. DE VAUPLANE, *Titres & emprunts obligataires*, t. I, 1998, Paris, Banque Éditeur, n° 31.

⁹¹ Le rattachement au lieu où le compte est tenu ou situé est certes univoque pour le cas d'intermédiaires opérant exclusivement dans un seul État comme les dépositaires centraux nationaux ou internationaux dont on sait, en principe, où les comptes-titres "se trouvent". Il n'en va pas de même pour d'autres intermédiaires financiers disposant d'un réseau de succursales par exemple.

⁹² Th. BONNEAU, *Droit bancaire*, Montchrestien, 4^e éd., 2001, n°s 323 et s.; D. MARTIN, "L'idée de compte", in *Mélanges AEDBF-France II*, Banque Éditeur, 1999, p. 285.

⁹³ Fr. GRUA, "Qu'est-ce qu'un compte en banque?", *D.* 1999, p. 255.

⁹⁴ Voy. J. VAN RYN et J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, t. IV, 2^e éd., Bruxelles, Bruylant, 1988, n° 688 pour qui le dépôt de valeurs mobilières auprès d'un intermédiaire donnant lieu à l'ouverture d'un compte de titres, ne saurait se ramener en un dépôt au sens du Code civil, fût-il doublé d'un mandat, eu égard à la spécificité des opérations effectuées par le banquier. Comme l'écrivent ces auteurs, "c'est donc la notion de compte qui donne au contrat son unité juridique", surtout depuis l'adoption, avec l'arrêté royal n° 62 précité, d'un régime spécifique pour la circulation de titres inscrits en compte (droits de copropriété, etc.). Voy. encore L. DABIN, *o.c.*, n° 194.

⁹⁵ Voy. le Rapport explicatif, n°s Int43 et s.

luble que *chacune* de ces diverses activités touchant de près ou de loin au fonctionnement du compte-titres peut être opérée dans un *pays différent*, sans compter que maintes de ces activités font souvent l'objet de nos jours de sous-traitance auprès de tiers (de nombreuses banques de par le monde ont, par exemple, leurs centres informatiques en Inde, vu l'expertise acquise par les informaticiens de ce pays et les coûts peu élevés de traitement).

C'est pourquoi les négociateurs de la Convention ont finalement renoncé à tenter de définir les critères permettant de localiser concrètement un compte. Ils se sont alors tournés vers un critère alliant l'autonomie de la volonté et un test de réalité permettant d'encadrer une telle autonomie⁹⁶.

a) Rattachement principal

34. Eu égard aux problèmes suscités par la localisation d'un compte-titres, l'article 4.1 de la Convention adopte un critère de rattachement fondé sur **la loi nationale choisie par les parties à la convention de compte⁹⁷ pour régir les aspects, le plus souvent, de "droit réel" de l'inscription de titres en compte** (à savoir, dans le jargon de la Convention, les "questions mentionnées à l'article 2.1" précisées ci-dessus).

La loi applicable au compte-titres est ainsi déterminée par référence à la *loi régissant la convention de compte-titres* à moins que les parties n'aient fait le choix d'une *loi distincte pour régir spécifiquement les questions mentionnées à l'article 2.1* (nature du droit, opposabilité, réalisation, priorités, etc.) auquel cas, c'est cette dernière loi qui s'appliquera.

Dans les deux cas, la loi ainsi choisie ne s'appliquera pour régir les aspects de droit réel des titres inscrits en compte auprès d'un intermédiaire **que pour autant** que ce dernier dispose au moment de la conclusion de la convention d'un *établissement, au sens de la Convention, engagé dans une activité habituelle de tenue de compte-titres* – soit par lui-même, soit en conjonction avec, ou par l'entremise, d'autres personnes – dans l'État dont la loi est ainsi rendue applicable.

Cette exigence d'un établissement engagé dans la tenue de compte-titres dans l'État dont la loi est choisie a été introduite à titre de compromis entre les tenants d'une approche purement subjective (autonomie de la volonté consistant dans l'application de la loi de la convention de compte) et ceux prônant plutôt une approche dite objective par référence à la loi de "localisation" du compte. Le résultat est

l'application de la loi choisie par les parties, complétée par un test dit de "réalité" consistant à vérifier l'existence au moment de la conclusion de la convention de compte d'un établissement tenant des comptes-titres dans l'État dont la loi est choisie.

On se propose de synthétiser dans le paragraphe suivant les conditions établies par l'article 4 pour la mise en œuvre de ce critère de rattachement principal, en renvoyant le lecteur au Rapport explicatif pour plus de détails sur ces conditions⁹⁸.

35. L'article 4 de la Convention s'articule comme suit:

1. la loi régissant les aspects de droit réel de l'inscription de titres en compte ("questions mentionnées à l'article 2.1") est en principe celle choisie expressément par les parties pour régir la convention de compte elle-même. Dans cette mesure, la *lex contractus* applicable aux aspects purement contractuels de la relation de compte⁹⁹ aura aussi vocation à régir les aspects de droit réel de l'inscription en compte constituant ainsi, selon les opinions, une application particulière de la *lex rei sitae* ou une dérogation à celle-ci, nécessitée en tout état de cause par l'impossibilité, en règle, de localiser un compte-titres, et justifiée par la nature essentiellement conventionnelle de ce dernier;
2. par dérogation à cette règle, si les parties à la convention de compte-titres ont expressément fait choix dans celle-ci d'une autre loi que la *lex contractus* pour régir les aspects réels des titres inscrits en compte, cette loi spécifique s'appliquera. On réserve ainsi la possibilité pour les parties à la relation de compte de déterminer un droit applicable à l'ensemble des aspects contractuels de leurs relations avec parallèlement un droit différent, le cas échéant par compte-titres (en cas de pluralité de comptes par client), pour gouverner les aspects réels de la détention de titres. Selon les cas, un tel régime pourrait conduire un intermédiaire à ouvrir différents comptes-titres pour un même client, par exemple, un ou plusieurs compte(s) dans chaque pays d'émission des titres, régi(s) par le droit local tandis que la relation contractuelle globale avec les titulaires resterait régie par la *lex contractus* stipulée dans les conditions générales d'ouverture de compte. À l'inverse, le client peut préférer ne disposer que d'un seul compte-titres regroupant l'ensemble de ses titres sous-déposés dans différents pays, qui pourra être régi par un seul droit (si les règles de droit matériel du droit ainsi choisi se prêtent à un tel dépôt commun¹⁰⁰) qui pourra ou non (mais, dans la pra-

⁹⁶. Sur l'évolution de la démarche, voy. le Rapport explicatif, n^{os} Int14 et 4-3 et s.

⁹⁷. Préconisé depuis de nombreuses années (voy. R. D. GUYNN, cité *supra*, note 16), le rattachement à la loi régissant la convention de compte est aussi utilisé par l'art. 8 du Uniform Commercial Code américain.

⁹⁸. Rapport explicatif, n^{os} 4-14 et s.

⁹⁹. Voy. *supra* n^o 24.

¹⁰⁰. Ce qui est le cas, par exemple, du droit belge sous l'arrêté royal n^o 62 précité. On notera cependant que certains droits étrangers semblent offrir moins de latitude pour la détention de titres étrangers dans la mesure où le droit étranger en question n'offre pas un statut clair pour une telle détention, ou encore qu'il n'attribue à cette détention de titres étrangers qu'un statut inférieur (droits de créance) à celui des titres nationaux, si certaines conditions ne sont pas remplies.

tique, il y aura en principe coïncidence) correspondre au droit régissant par ailleurs les aspects contractuels de leur relation de compte;

3. le droit choisi expressément pour régir les aspects de droit réel des titres inscrits en compte par application de ce qui précède ne peut cependant être appliqué *que si* l'intermédiaire pertinent dispose au moment de la conclusion de la convention de compte d'un "établissement" dans l'État dont le droit est choisi. L'article 1.1, j) définit l'établissement comme étant un lieu d'activité professionnelle de l'intermédiaire lui-même, présentant une certaine permanence, à l'exclusion¹⁰¹ d'activités administratives ou de représentation, étrangères à l'ouverture ou à la tenue de comptes de titres. En d'autres termes, une succursale de l'intermédiaire devrait normalement pouvoir être qualifiée d'établissement mais pas une filiale de celui-ci (car il s'agit d'une personne juridique distincte), pas plus qu'un simple bureau de représentation qui n'a pas, par essence, le pouvoir de conclure des contrats d'ouverture de compte ni a fortiori de gérer des comptes de titres;
4. l'établissement en question doit encore exercer à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres, par exemple par le suivi des inscriptions de titres en compte ou la gestion des opérations et paiements relatifs aux titres, ou par toute autre manière¹⁰², à moins – c'est une alternative – d'être tout simplement identifié comme teneur de compte-titres dans l'État considéré par le biais d'un mode d'identification réservé à cette activité tel qu'un code bancaire, une structure de compte, etc.¹⁰³. L'activité de tenue de compte-titres prévue à l'article 4.1, a) peut être exercée par l'établissement, soit seul, soit en collaboration avec d'autres établissements de l'intermédiaire (cas d'un réseau de succursales où l'activité de tenue de comptes-titres est partagée entre les diverses entités), voire même avec "d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent" (cas de sous-traitants au vu du recours accru à l'"outsourcing" d'activités financières). Cette collaboration à l'exercice de la tenue de compte-titres peut s'opérer non seulement avec d'autres entités mais aussi dans un autre État que celui

où opère l'établissement (et dont la loi est choisie).

Il est vrai que ces dernières modalités sont pour le moins larges et permettent de raccrocher assez facilement une activité de tenue de compte-titres. Elles sont cependant le reflet de l'éclatement de la gestion d'un compte-titres de nos jours qui est à l'origine de la nouvelle règle de conflit établie par la Convention;

5. l'article 4.2 *écarter* expressément certaines activités qui, *prises isolément*¹⁰⁴, ne sont pas caractéristiques de la tenue de compte-titres: le traitement informatique des instructions sur titres ou de leur comptabilisation, les "call centers" regroupant les communications avec les titulaires de compte, les centres d'organisation du courrier relatif aux comptes-titres (extraits de compte, etc.), les lieux de classement et d'archivage, les bureaux de représentation;
6. en relation avec le rattachement principal de l'article 4, l'article 6 de la Convention précise encore une liste de critères de rattachement (parfois discutés dans le passé) **qui ne peuvent en aucun cas être utilisés pour déterminer la loi applicable dans le contexte de titres intermédiés**: lieu de localisation de l'émetteur, lieu de localisation des titres sous-jacents (aux titres inscrits en compte), qu'il s'agisse des certificats papier ou des inscriptions nominatives dans le registre de l'émetteur, ou encore le lieu de tout autre intermédiaire (dépositaire central, dépositaire local, etc.) que l'intermédiaire tenant le compte de titres considéré ("intermédiaire pertinent").

b) Débats suscités par le facteur de rattachement principal

36. Les opposants¹⁰⁵ à l'approche adoptée par la Convention dans l'article 4 font valoir que dans le domaine des droits réels, cette approche est non seulement novatrice mais bouscule les principes traditionnels selon lesquels en matière de droits réels, l'application de la *lex rei sitae* devrait prévaloir. Outre son côté quelque peu doctrinaire¹⁰⁶, une telle critique oublie d'une part, qu'en prenant (comme l'a fait le droit communautaire) le critère du lieu du compte, ce critère conduisait déjà vers une application de l'autonomie de la

¹⁰¹. Art. 4.2, d) de la Convention.

¹⁰². Art. 4.1, a) de la Convention.

¹⁰³. Art. 4.1, b) de la Convention.

¹⁰⁴. Mais conjugués avec d'autres critères plus significatifs, ces facteurs peuvent, le cas échéant, conduire à conclure à l'existence d'une tenue de compte de titres (Rapport explicatif, n^{os} 4-32 et 4-40).

¹⁰⁵. Voy. notamment H. DE VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, "Critères de localisation des titres dématérialisés. Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire", *Banque & Droit*, n^o 87, janvier-février 2003, p. 33, n^o 3; dans une certaine mesure, A. TENENBAUM, *o.c.*, n^o 11. Voy. encore l'avis de la Banque centrale européenne du 17 mars 2005 (*J.O.U.E.* n^o C 81 du 2 avril 2005, p. 10), n^{os} 7 et 17.

¹⁰⁶. Ils estiment qu'une formulation de la règle de conflit de lois faisant référence à la localisation du compte ne déroge pas au concept traditionnel de la *lex rei sitae* mais n'en est qu'une adaptation. Ils entendent ainsi opposer conceptuellement le critère du lieu du compte et celui retenu par la Convention en affirmant que le premier garantit l'application de la *lex rei sitae* et que l'autre ouvre la voie de la *lex contractus*. Une telle opposition est artificielle dans la mesure où en l'absence d'une définition concrète du facteur de rattachement consistant dans le lieu du compte, elle revient, en réalité, à opposer un critère de rattachement non défini/précisé (un vocable dont la portée n'est pas précisée, à défaut de caractère univoque du critère) à une règle de rattachement dont le contenu est lui précisé.

volonté ou, à tout le moins, la favorisait¹⁰⁷: comme nous l'avons déjà indiqué, un compte n'est, en réalité, que la manifestation comptable d'opérations à la suite d'un accord de volontés, même si certains effets réels y sont ensuite attribués par la loi applicable. Elle oublie, d'autre part, que la finalité d'une règle de conflit de lois est avant tout d'énoncer un critère de rattachement univoque offrant la sécurité juridique la plus grande possible¹⁰⁸. Or, énoncer une règle sous la forme d'une référence au "lieu du compte" – même en le qualifiant de "pertinent" – sans définir plus en avant, de manière concrète, comment sa localisation doit s'effectuer ne garantit pas à suffisance, pour tous les cas de figure, la sécurité juridique au plan international.

Au surplus, s'agissant de biens meubles et, plus encore, de biens incorporels, on rappelle que les fondements traditionnellement avancés pour justifier l'application de la *lex rei sitae* en matière de statut réel ne valent pas^{109,110}.

37. De manière plus précise, les opposants à la Convention font valoir trois arguments principaux¹¹¹:

1. la Convention est gravement préjudiciable à la solidité juridique des systèmes de règlement-titres communautaires, en ce qu'elle permet l'application conjuguée de différentes lois nationales à des comptes de titres tenus au sein d'un même système;
2. la Convention manque de transparence à l'égard des tiers qui ne savent pas quelle est la loi régissant le compte de titres sur lequel ils peuvent exercer certains droits (saisie, etc.) ce qui est de nature à entraver l'exercice de ceux-ci;
3. la Convention, par le libre choix du droit régissant un compte-titres, permettrait de contourner les législations d'ordre public telles que les règles en matière de contrôle des institutions financières, les lois prévenant l'utilisation du secteur financier à des fins de blanchiment des capitaux, les lois réprimant l'*insider trading* ou encore les règles sur la collecte des statistiques, par exemple celles édictées au profit de la BCE¹¹².

38. Nous pensons que ces objections ne sont pas fondées, pour les raisons suivantes:

1. certes, un système de règlement-titres pourrait, en théorie, adopter autant de lois nationales qu'il a de comptes ouverts dans ses livres (!) mais ce risque est

purement théorique dans la mesure tout d'abord où le système devrait justifier de l'existence d'un "établissement" au sens de la Convention dans tous les pays dont il aurait ainsi choisi la loi, ce qui ne sera pas démontré (les gestionnaires de systèmes-titres opérant leur système dans un seul État, à l'inverse des grands *custodians*). Ensuite et surtout, un système de règlement-titres ne saurait ni juridiquement, ni opérationnellement être opéré sur la base de comptes-titres régis par des lois différentes, car en pareil cas, les participants échangeraient alors des titres (ou des droits relatifs à des titres) régis par la loi d'un pays X conférant un droit de propriété direct à l'investisseur contre, par exemple, des droits de copropriété sur une masse de titres régis par la loi du pays Y ou encore, contre de simples droits de créance à l'égard de l'intermédiaire gestionnaire du système, régis par la loi du pays Z. Le gestionnaire du système échangerait ainsi, pour utiliser une expression imagée, "*des pommes contre des poires*" et en tout cas, des avoirs de nature différente compromettant la fongibilité des titres détenus dans le système et empêchant leur libre transférabilité sous l'empire d'un seul droit. Une telle confusion de régimes juridiques aux titres inscrits en compte empêcherait aussi, notamment, la détermination univoque du moment du transfert de propriété afférent aux titres cédés et du droit applicable à l'opposabilité de ce transfert. Même la BCE convient qu'il s'agit, en réalité, d'un risque théorique mais persiste à retenir cet argument au motif "*qu'il ne peut y avoir aucune garantie que cela sera en fait le cas si la Convention est signée et ratifiée*"¹¹³. Une telle garantie est, en réalité, à rechercher dans les conditions d'application de la directive Finalité – à la protection de laquelle aucun opérateur de système communautaire n'est prêt à renoncer (sauf évidemment à considérer là aussi qu'*"il n'y a aucune garantie"* à cet égard) – qui requièrent l'application d'une (seule) loi d'un État membre¹¹⁴ pour régir le système. En outre, si l'on souhaitait rechercher un supplément d'assurance sur cette question – ce qui est à notre avis superflu – il serait encore loisible aux diverses autorités de contrôle concernées d'encadrer la liberté de choix quant à la loi applicable découlant de la Convention, par le biais de standards

^{107.} *Supra*, notes 92 et 93. Pour reprendre la savoureuse expression de M. GERMAIN et C. KESSEDIAN (*o.c.*, n° 24), "l'immatérialité d'une industrie dématérialisée favorise le choix de la règle de l'autonomie de la volonté".

^{108.} Voy. notamment M. VAN HUFFEL, "Le droit bancaire européen et le droit international privé à la croisée des chemins", *Gazette du palais* 27-29 juin 2004, p. 4, spéc. p. 14.

^{109.} Y. LOUSSOUARN et P. BOUREL, *o.c.*, n°s 167 à 169 et 416.

^{110.} Voy. également A. GARDELLA, *o.c.*, n° 15.

^{111.} Avis précité de la Banque centrale européenne du 17 mars 2005, n°s 10-12, 13-14, 15 et 20.

^{112.} BCE, avis précité, n° 17.

^{113.} BCE, avis précité, n° 12.

^{114.} L'art. 2, a) de cette directive définit le système visé par celle-ci comme un *accord formel entre participants*, comportant des règles communes et des procédures normalisées pour l'exécution d'ordres de transferts, "*régi par la législation d'un État membre choisie par les participants...*" pour autant qu'au moins un participant ait son siège social dans l'État membre considéré, et désigné comme tel par l'État dont la législation est conventionnellement rendue applicable.

imposés spécifiquement aux systèmes de règlement-titres¹¹⁵. Pareils standards nous paraissent, en effet, pouvoir parfaitement préciser que le gestionnaire de système ne peut faire choix que d'une seule loi (par définition celle de son implantation) pour régir l'ensemble des comptes-titres de ses participants, comme le reconnaît d'ailleurs la BCE elle-même¹¹⁶. Sans contrarier l'esprit ni la portée de la Convention, une telle restriction s'inscrirait parfaitement dans la philosophie des normes de surveillance des systèmes-titres, apportant des restrictions à la liberté contractuelle justifiées par des raisons d'intérêt général et d'application limitée à des catégories spécifiques d'intermédiaires financiers. De telles prescriptions peuvent valablement être prises sous l'empire de normes de droit communautaire ou national et on voit mal pourquoi il ne pourrait pas en être ainsi à l'égard d'une convention internationale¹¹⁷;

2. les opposants à la Convention font encore valoir son manque de transparence pour les tiers qui ne peuvent savoir par quel droit la convention de compte est régie et qui, partant, seraient dès lors dans l'impossibilité de faire valoir leurs droits à l'égard par exemple du titulaire du compte, en particulier par la voie de saisies-arrêts sur le compte-titres¹¹⁸, et en tout cas, que le régime de la Convention modifierait substantiellement les recours judiciaires des tiers sur les titres inscrits en compte.

Ici encore, l'argument ne nous paraît pas fondé. En effet, l'argument d'un manque de transparence ne se comprendrait que si la Convention venait à détériorer la situation existante en matière d'exercice des droits des tiers. Tel n'est pas le cas puisque déjà aujourd'hui, les tiers ne savent même pas, en principe, auprès de *quelle institution* leur débiteur dispose d'un compte de titres (ou d'espèces) et lorsqu'ils le savent, ils ne savent pas nécessairement *où* ces comptes-titres (ou

espèces) sont *localisés*, et en particulier s'il s'agit d'un compte ouvert directement auprès du siège social (établissement principal¹¹⁹) ou auprès d'une succursale, et en ce dernier cas, s'il s'agit d'un siège d'exploitation du pays du siège ou d'une succursale sise à l'étranger, et dans quel pays. Comme le savent tous les praticiens, pareille situation oblige ainsi, le plus souvent, les créanciers à entamer des procédures de saisies générales contre un grand nombre d'institutions bancaires, dans le pays du domicile du débiteur ou à l'étranger, pour tenter d'identifier des avoirs saisissables dus par une institution au débiteur concerné. Le fait que le compte de leur débiteur soit régi par telle ou telle loi, par application des règles de la Convention, ne vient donc pas ici déforcer davantage l'exercice des droits des créanciers qui ignorent où "se trouve" ledit compte.

En toute hypothèse, là n'est pas la question pour la mise en œuvre des droits des créanciers par voie de saisies. S'agissant de saisie sur des titres inscrits en compte, il est admis qu'on ne peut procéder autrement que par voie de saisie-arrêt (à l'instar des saisies sur comptes d'espèces) puisqu'il s'agit, en pareil cas, de saisir les droits du débiteur quant à la délivrance des titres et non les titres eux-mêmes, comme on le ferait par voie de saisie mobilière pour des titres au porteur détenus dans un coffre¹²⁰ en tant que meubles corporels, objet direct de la saisie. Ici, la nature de biens incorporels des titres scripturaux ou dématérialisés implique de recourir à la saisie-arrêt entre les mains de l'intermédiaire débiteur des titres^{121,122}.

En ce cas, la doctrine récente enseigne que la saisie-arrêt d'un compte (titres ou espèces) peut se pratiquer indifféremment au siège ou à une succursale (dans le pays du siège ou même à l'étranger) et que cette saisie entraînera l'obligation pour l'intermédiaire tiers saisi de déclarer les avoirs en compte, qu'ils soient détenus

¹¹⁵ Voy. à cet égard les standards édictés en 1998 par le Système européen de banques centrales ("SEBC") pour l'utilisation de systèmes-titres à des fins d'opération de politique monétaire, les recommandations CPSS (*Committee on Payment and Settlement Systems*)-IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) adoptées en 2001 pour les règlements-titres ou encore les Standards adoptés en octobre 2004 conjointement par le CESR (Comité européen des valeurs mobilières/*Committee of European Securities Regulators*) et le SEBC (disponible sur le site <http://www.cesr-eu.org/>), sans compter les divers standards nationaux susceptibles de s'appliquer.

¹¹⁶ BCE, avis précité, n° 10.

¹¹⁷ Ainsi par exemple, sous réserve de son article 20, la possibilité de choix de la loi applicable par les parties à titre de règle de rattachement principal offerte par la Convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles a déjà elle aussi fait valablement l'objet de limitations par la voie de l'art. 2, a) de la directive Finalité qui prescrit l'application de la loi d'un *État membre à condition qu'au moins un participant y ait son siège social*, par la voie de règles édictées par la BCE (quant à l'éligibilité d'avoirs ou de systèmes-titres à des fins d'opérations de politique monétaire) ou encore par les autorités en charge du contrôle ou de la surveillance des systèmes de paiement ou de règlement-titres (par exemple, le Standard SEBC-CESR n° 1 sur la solidité juridique des systèmes-titres qui édicte certaines limites quant à l'autonomie de la volonté; *supra*, note 115).

¹¹⁸ BCE, avis précité, n°s 13 et 14.

¹¹⁹ On rappelle qu'en matière bancaire et financière, les directives communautaires prévoient que l'État où l'entreprise a son siège statutaire doit nécessairement correspondre avec celui de son administration centrale, c'est-à-dire son siège réel (sur cet aspect, voy. J.-P. DEGUÉE, "Pratique du 'Forum shopping' et exigences en matière bancaire et financière", (note sous C.J.C.E. 9 mars 1999, aff. C-212/97, *Centros Ltd*, *Euredia* 1999/3, pp. 381-397).

¹²⁰ Voy. M.-C. MATAGNE, *R.P.D.B.*, complément VIII, 1995, v° "Saisie mobilière", n°s 246-247; G. DE LEVAL, *La saisie-arrêt*, *Fac. Dr. Univ. Lg.*, 1976, n° 73.

¹²¹ G. DE LEVAL, *o.c.*, 1976, n° 57; voy. a contrario, l'art. 11 de l'arrêté royal n° 62 prohibant la *saisie-arrêt* de comptes-titres scripturalisés (ou des titres donnés en dépôt) entre les mains des organismes de liquidation désignés par le Roi (mais pas entre les mains des affiliés de ceux-ci) et l'art. 10 de la loi du 2 janvier 1991 sur le marché des titres de la dette publique contenant la même règle pour les titres dématérialisés tenus en compte auprès du système de compensation de titres de la BNB.

en Belgique ou à l'étranger, de même que la saisie-arrêt pratiquée en Belgique aura effet sur tous les avoirs en compte ("en" Belgique ou à l'étranger) du débiteur, *pour autant que ces avoirs (fussent-ils inscrits en compte à l'étranger) soient bien payables en Belgique*¹²³.

Dès lors, de ce point de vue, peu importe la "localisation" du compte-titres du débiteur, ou sa loi applicable (sous l'empire de la Convention de La Haye), les tiers créanciers sont toujours à même de faire valoir leurs droits sur ces avoirs en pratiquant une saisie-arrêt, en pratique, au siège de l'intermédiaire qui aura pour effet d'englober tous les comptes tenus au nom du débiteur en Belgique ou à l'étranger, dans la mesure tout au moins où l'intermédiaire doit s'exécuter en Belgique, ce qui dépend (déjà aujourd'hui) des stipulations de la convention de compte. L'application d'une telle règle au sein des autres États dépend de l'arbitrage qu'ils font entre le principe de l'unité de la personne morale du teneur de comptes (tiers saisi) et celui, parfois appliqué par certains États, de la territorialité des saisies. Ce qui est vrai, c'est qu'en application de l'article 2.1, d) de la Convention, c'est la loi de la Convention (c'est-à-dire celle qui régit la convention de compte) qui déterminera les priorités à respecter entre les divers créanciers en concours (en dehors d'une procédure d'insolvabilité¹²⁴) en ce compris les droits du créancier saisissant quant aux titres inscrits en compte, ce qui paraît légitime.

Il résulte de ce qui précède que le soi-disant impact négatif de la Convention sur les droits des tiers est, selon nous, un faux débat dans la mesure où la Convention ne vient pas détériorer leur situation par rapport à la situation actuelle et vise au contraire à clarifier les règles applicables, notamment quant à la nature du droit faisant l'objet de la saisie, aux priorités¹²⁵ et en cas de changement de loi applicable¹²⁶;

3. la dernière série d'arguments à l'encontre de la Convention, tirés des possibilités de contournement des lois d'ordre public en matière de contrôle des institu-

tions financières (régime de contrôle dit prudentiel ou de surveillance), de blanchiment, de statistiques, etc. paraissent assez aisés à réfuter dans la mesure où non seulement la Convention ne déroge pas à ces règles (qui sont au contraire expressément réservées par l'article 11 sur l'ordre public et les lois de police dans la mesure où l'application de la loi de la Convention conduirait à un résultat manifestement contraire), mais au surplus, ces lois de police du secteur économique sont en règle applicables à *des acteurs économiques en tant qu'entités*, à qui elles édictent des normes de comportement (vis-à-vis de leurs clients, des autorités en charge de leur contrôle ou à l'égard de certaines opérations qu'elles ont à exécuter ou dont elles ont connaissance), *indépendamment, en réalité, de la localisation des avoirs qui en sont l'objet ou du droit qui est applicable à ces actifs*. Ainsi en va-t-il des normes obligeant l'intermédiaire financier à s'abstenir d'utiliser une information privilégiée en bourse, de prêter son concours à la réception d'avoirs ou à l'exécution d'une opération susceptible de constituer une opération de blanchiment de capitaux d'origine criminelle ou encore des normes l'obligeant de respecter des ratios de solvabilité ou des seuils de concentration de risques par exemple. Pareilles normes restent bien évidemment applicables à l'institution en tant que telle sans compter l'interférence potentielle des normes d'intérêt général prises par d'autres autorités étrangères dans les pays où l'établissement dispose d'une succursale. Le droit applicable aux contrats de cet intermédiaire ou à ses comptes-titres est indifférent à cet égard.

c) Rattachements subsidiaires

39. L'article 5 prévoit une série de rattachements subsidiaires opérant "en cascade", l'un à défaut de l'autre:

- a) si l'article 4 est inapplicable à défaut de choix exprès d'une loi régissant la convention de compte¹²⁷, *le premier rattachement subsidiaire se fait en faveur de la loi de l'État où est situé l'établissement de l'intermédiaire*

¹²². On ne vise pas ici la problématique particulière de saisies-arrêts pratiquées par des créanciers d'un titulaire de titres inscrits en compte, à l'échelon supérieur (encore dit "upper-tier attachment") entre les mains du sous-dépositaire détenant (p. ex., à l'étranger; voy. *supra*, note 42) des titres pour le compte de l'intermédiaire agissant collectivement pour le compte de l'ensemble de ses clients (dont le débiteur concerné). En principe, ce type de saisie devrait être déclaré sans objet dans la mesure où les titres détenus au niveau supérieur ne sont pas identifiés au nom du débiteur saisi (le sous-dépositaire ne le connaît pas et n'a pas de dette saisissable à son égard) mais sont au nom de l'intermédiaire agissant pour le compte de l'ensemble de ses clients. Ce type de situation fait néanmoins l'attention d'efforts d'harmonisation portant sur le droit matériel des États membres de la Communauté européenne dans le cadre des travaux précités du *Legal Certainty Group*, voire au niveau international dans le projet de convention UNIDROIT (voy. *supra*, n° 13 *in fine*).

¹²³. Voy. A.-M. STRANART, O. CLEVENBERGH et G. BLOCK, *R.P.D.B.*, complément VIII, 1995, v° "Saisie-arrêt bancaire", n°s 17 et s., spéc. n°s 23 (pour les effets de la saisie) et 26 (pour l'étendue de la déclaration de saisie-arrêt); même si sur ce dernier point, ces auteurs se montrent plus réservés quant à la solution retenue (voy. n° 27). Voy. aussi M. GRÉGOIRE, "La succursale bancaire confrontée à la saisie-arrêt", in *Les succursales bancaires, Cahiers AEDBF-Belgium*, n° 1, 1996, p. 250, n° 2.3 et p. 253, section III, n° 1.2.

¹²⁴. *Infra*, n°s 41 à 43.

¹²⁵. Art. 2.1, d) et e) de la Convention. *Supra*, n° 28.

¹²⁶. Art. 7 de la Convention (plus particulièrement, § 4, b), ii) et c) et § 5). *Infra*, n° 40.

¹²⁷. Si le choix de la loi régissant la convention de compte (ou celui d'une loi spécifique pour régir les aspects réels des titres intermédiés) n'est pas valable au regard de la Convention à défaut d' "établissement" – remplissant les critères prescrits par l'art. 4 – au moment de la conclusion de la convention de compte, ce sont les rattachements subsidiaires de l'art. 5.2 et 5.3 qui s'appliqueront directement.

(pour autant qu'il remplisse bien les critères de tenue de compte au sens de l'article 4.1, a) ou b)) *s'il ressort expressément et sans doute possible*¹²⁸ *que la convention de compte a bien été conclue via cet établissement;*

- b) à défaut, la loi applicable est déterminée par référence à la loi de l'État qui régit la constitution ou, à défaut¹²⁹, l'organisation de l'intermédiaire pertinent au moment de l'ouverture de la relation de compte;
- c) à défaut, on applique la loi de l'État dans lequel est situé le (principal) lieu d'activité de l'intermédiaire pertinent.

4. Changement de la loi applicable – Conséquences

40. L'article 7 de la Convention prévoit un régime spécifique¹³⁰ en cas de changement de la loi applicable résultant d'une modification de la convention de compte:

- a) en règle, la nouvelle loi régit toutes les questions "réelles" mentionnées à l'article 2.1 (art. 7.3);
- b) par exception, certains événements resteront régis par la loi ancienne tels que:
 - l'existence d'un droit sur des titres né, ou l'opposabilité d'un transfert acquis, avant le changement de loi;
 - la nature et les effets d'un droit sur les titres (né avant le changement de loi): 1° à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute partie à un transfert au sens de la Convention (effectué **avant** le changement de loi); 2° à l'égard d'un créancier pratiquant une saisie sur le compte-titres ou d'un curateur dans une procédure d'insolvabilité ouverte, cette fois **après** le changement de loi (car ce créancier saisissant, de même que le curateur, doivent tenir compte des droits préexistants nés sous l'empire de l'ancienne loi).

5. Incidence d'une procédure d'insolvabilité

41. L'article 8 de la Convention précise les interférences entre la Convention et les règles des États contractants en matière de procédures d'insolvabilité¹³¹, c'est-à-dire les conséquences de l'ouverture d'une telle procédure à l'égard d'un droit acquis et valablement reconnu en vertu de la loi applicable.

L'article 8 distingue deux aspects. D'une part, le maintien de l'application de la loi de la Convention pour régir les aspects de droit réel de l'article 2.1 relatifs à des titres inscrits en compte ou des transferts intervenus avant une procédure d'insolvabilité, nonobstant l'ouverture ultérieure d'une telle procédure. D'autre part, l'absence d'impact de la Convention sur les effets de droit matériel ou procédural d'une procédure d'insolvabilité.

42. S'agissant de la première question, l'article 8.1 de la Convention préserve en réalité la validité et l'opposabilité de droits régulièrement créés et rendus opposables conformément à la loi de la Convention *avant* l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. Il en résulte que la juridiction compétente en matière d'insolvabilité ne pourra refuser de reconnaître un droit ou son opposabilité au motif que ce droit n'aurait pas également été rendu opposable selon les conditions fixées *par la loi du for*: toute application d'une loi autre que celle de la Convention, en particulier toute exigence supplémentaire découlant de la *lex fori concursus* est donc écartée.

43. Une fois ces droits reconnus, l'article 8.2 rappelle les limites inhérentes à l'objet de la Convention en précisant les effets, dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, des droits ainsi reconnus. L'article 8.2 réserve explicitement l'application de la *lex concursus*¹³² et mentionne, à titre exemplatif, la question du rang, la question de savoir si l'on peut agir en nullité ou inopposabilité d'actes préjudiciables

¹²⁸. L'art. 5.1 mentionne aux alinéas a) à e) une série de clauses contractuelles pouvant figurer dans la convention de compte mais qui sont jugées non pertinentes pour conclure que ladite convention de compte a pu être conclue via un établissement particulier: système de notification à l'établissement, clause de compétence juridictionnelle, clause stipulant qu'un service ou document (tel qu'un extrait de compte p. ex.) est délivré par l'établissement.

¹²⁹. L'art. 5.2 prévoit ainsi une hiérarchie entre ces deux critères en donnant la préférence à la loi qui régit la constitution. Ceci a pour objet de ne renvoyer que subsidiairement au critère, plus mouvant par nature, de la loi régissant l'organisation. Ce critère correspond ainsi à la *lex societatis* qui est susceptible de modification lorsqu'elle découle d'un facteur de rattachement consistant dans le "siège réel": la coexistence des théories du siège réel et de l'incorporation mène, on le sait, à des situations de vide juridique et d'insécurité juridique (voire, sur ce que l'on dénomme par commodité de langage, de "binationalité" d'une société; sur cet aspect voy. notamment F. RIGAUX, "Les situations juridiques individuelles dans un système de relativité générale. Cours général de droit international privé", in *Recueil des cours, Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, 1989, t. 213, Académie de droit international, p. 100, n^{os} 70 et 71); voy. notamment parmi l'abondante littérature A. PRUJINER, "La personnalité morale et son rattachement en droit international privé", *Les cahiers de Droit* 1990, pp. 1064 et 1072.

¹³⁰. Voy. pour le détail de ce régime, le Rapport explicatif, n^{os} 7-1 et s.

¹³¹. L'art. 1.1, k) de la Convention définit la "procédure d'insolvabilité" comme "une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation". Il s'agit donc aussi bien de procédures de liquidation que de procédures préventives visant au redressement dès lors que les actifs et activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'une autorité (judiciaire ou administrative).

¹³². S'agissant des questions relevant usuellement de la *lex concursus*, voy. par exemple l'art. 4.2 du règlement (CE) n^o 1346/2000 du Conseil du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité (*J.O.C.E.* n^o L. 160 du 30 juin 2000, p. 1) ou l'art. 9.2 de la directive 2001/17/CE (directive 2001/17/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mars 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance, *J.O.C.E.* n^o L. 110 du 20 avril 2001, p. 28) ou encore l'art. 10.2 de la "directive Liquidation" (citée *supra*, note 23).

à l'ensemble des créanciers^{133,134} ou d'actes réalisés en fraude des droits des créanciers¹³⁵.

L'article 8.2 réserve également l'application de la *lex concursus* à la question de l'exercice des droits dès le moment où la procédure d'insolvabilité est ouverte: il s'agit de la question de savoir si la procédure d'insolvabilité permet encore l'exercice d'actions individuelles (en réalisation d'une sûreté sur titres inscrits en compte par exemple) ou si cette procédure entraîne la suspension ou l'interdiction des poursuites individuelles.

En ce qui concerne la question du rang, on sera attentif au fait que si la loi de la Convention règle, conformément à l'article 2.1, d) de la Convention, la priorité entre droits concurrents qui seraient invoqués, c'est donc uniquement en dehors d'une procédure d'insolvabilité.

6. Ordre public et lois de police

44. L'article 11 de la Convention traite des exceptions classiques dans les conventions de droit international privé consistant dans la possibilité pour un juge d'écarter l'application de la loi déterminée par la règle de conflit de lois pour des raisons de contrariété à l'ordre public du for ou à ses règles dites de police.

À l'instar des conventions de La Haye récentes¹³⁶, l'article 11.1 prévoit la possibilité de refuser l'application de la loi déterminée conformément aux articles 4 ou 5 de la Convention si une telle application conduit à un résultat manifestement contraire à l'ordre public (international) du for. Pour pouvoir utiliser cette possibilité d'exception – qualifiée par le Rapport explicatif¹³⁷ de “défensive” dans la mesure où elle n'agit que comme correctif en permettant d'écarter la loi

applicable mais non d'y substituer une règle interne du for –, le juge du for devra donc démontrer que l'application de la loi applicable aux faits de la cause produirait un résultat si radicalement opposé aux concepts de justice fondamentale de son ordre juridique que son application serait une violation intolérable des valeurs fondamentales du for. Une telle exception semble être une disposition classique “de style” dont on a toutefois beaucoup de difficultés à concevoir un cas d'application en cette matière.

45. À l'instar également d'autres Conventions¹³⁸, l'article 11.2 permet au juge du for d'appliquer ses propres lois dites de police¹³⁹, à savoir ses règles impératives (au sens du droit international privé) dont l'observation est jugée cruciale pour la sauvegarde de l'organisation politique, sociale et économique de son ordre juridique¹⁴⁰ et qui ont ainsi pour objet de protéger certaines catégories de personnes ou d'intervenir à des fins politiques¹⁴¹.

46. L'article 11.3 de la Convention apporte un tempérament important à ces possibilités d'exception à l'application de la loi de la Convention¹⁴² en refusant au for – sauf si la loi de la Convention correspond à celle du for, ce qui va de soi – de les appliquer pour imposer des conditions additionnelles relatives à l'opposabilité d'un “transfert” de titres ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents. Pour ces deux aspects relevant, conformément à l'article 2.1 de la loi de la Convention, le for ne peut ni écarter l'application de la loi applicable, ni y substituer une règle de son ordre juridique ayant la nature d'une loi de police. En d'autres termes, s'agissant des questions d'opposabilité ou de priorité entre droits concurrents, l'article 11.3 interdit de considérer les règles de la loi (applicable en vertu) de la Convention comme contraires à l'ordre public ou aux lois de police du for.

^{133.} Il s'agit des dispositions généralement prévues dans les différents droits nationaux en matière de faillite et permettant d'écarter des actes anormaux présumés conférer un avantage à certains créanciers et survenant généralement en période dite suspecte précédant la faillite: on peut ainsi penser à la constitution d'une sûreté pour une dette antérieurement contractée, à des actes à titre onéreux alors que le bénéficiaire a connaissance de l'état de cessation de paiement du débiteur, etc.

^{134.} On ne perdra pas de vue que le droit communautaire (*supra*, note 132) prévoit des règles spéciales s'agissant de la mise en œuvre de telles actions en nullité ou en inopposabilité à l'égard de certains droits ou contrats dont les droits réels lorsque l'assiette se trouve sur le territoire d'un autre État membre au moment de l'ouverture de la procédure.

Spécialement dans le contexte de la Convention, on gardera également à l'esprit l'harmonisation réalisée par la directive *Collateral* (*supra*, note 25) dont l'art. 8 écarte la règle dite de “l'heure zéro” (en s'opposant à ce qu'une convention constitutive de sûreté réelle ou la remise d'actifs dans le cadre d'une telle convention soit invalidée par le seul fait qu'elle intervienne le jour de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, mais avant son prononcé, ou même pendant la période suspecte) et assure une protection particulière en matière d'appel de marge (garantie complémentaire) ou de substitution.

^{135.} L'art. 8.2, a) de la Convention vise ainsi des dispositions comparables à l'art. 20 de la loi du 8 août 1997 sur les faillites qui constitue une application particulière en cas de faillite de l'art. 1167 du Code civil relatif à la fraude paulienne.

^{136.} Voy. p. ex. l'art. 18 de la Convention du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises.

^{137.} Rapport explicatif, n° 11-3.

^{138.} Art. 17 de la Convention du 22 décembre 1986 sur la loi applicable aux contrats de vente internationale de marchandises; art. 7.2 de la Convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles.

^{139.} Sur le concept de lois de police, voy. notamment Y. LOUSSOUARN et P. BOUREL, *o.c.*, n°s 126 et s.; A. NUYTS, “L'application des lois de police dans l'espace”, *Rev. crit. dr. intern. privé* 1999, p. 31.

^{140.} Voy. C.J.C.E. 23 novembre 1999, aff. C-396/96, *Arblade*, *Rec. C.J.C.E.* 1999, p. I-08453 et *Rev. crit. dr. intern. privé* 2000, p. 710, note M. FALLON.

^{141.} “La loi de police désigne le mécanisme d'une règle interne à une situation internationale en fonction de sa volonté d'application et indépendamment de sa désignation par une règle de conflit” (B. AUDIT, *Droit international privé*, Economica, 1991, n° 112).

^{142.} C'est la raison pour laquelle, contrairement à l'usage des autres conventions de La Haye, les exceptions fondées sur l'ordre public et sur les lois de police sont regroupées dans un seul article.

Il s'agit ici d'une règle très importante pour la sécurité juridique des opérations sur titres inscrits en compte, et en particulier pour les garanties sur titres de type nantissement ou opérant par l'effet d'un privilège légal puisque **l'article 11.3 interdit finalement à des États contractants** autres que celui dont la loi s'applique par le jeu de la Convention, **d'encore exiger des procédures dites de "filing"** (c.-à-d. d'enregistrement des conventions de crédit et de gage – relatives à un débiteur incorporé dans l'État en question – auprès d'un bureau spécialisé à cet effet, à des fins de publicité et de protection corrélative des autres créanciers; ces procédures peuvent s'avérer assez fastidieuses, coûteuses et sont parfois impraticables) dont le non-respect conduirait à l'inopposabilité précisément de la sûreté sur titres.

Comme le confirme le Rapport explicatif¹⁴³, la portée de l'article 11.3 ne remet nullement en cause l'application de l'article 8 de la Convention: la question des priorités en cas de procédure d'insolvabilité demeure régie par la *lex concursus*. L'article 11 n'interdit donc pas l'application, prévue par l'article 8, des règles du for en matière d'*insolvabilité* établissant la priorité entre droits concurrents portant sur les mêmes titres.

7. Droit transitoire

47. De manière assez complexe, les articles 15 et 16 de la Convention traitent du régime transitoire en abordant d'une part, les conventions de comptes¹⁴⁴ dont la conclusion est antérieure à l'entrée en vigueur de la Convention et d'autre part, la question de la priorité entre droits nés avant l'entrée en vigueur de la Convention et ceux nés postérieurement.

48. La première de ces questions fait l'objet de l'article 16. La manière dont cette disposition est conçue a pour objectif d'aider les intervenants sur les marchés financiers à éviter des mesures coûteuses et inutiles de révision d'un grand nombre de conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la Convention tout en profitant des avantages de la Convention une fois celle-ci entrée en vigueur¹⁴⁵. Le premier principe énoncé par l'article 16 consiste à prévoir une

application potentiellement rétroactive de la Convention en affirmant qu'elle a vocation à s'appliquer à toutes les conventions de compte existant avant l'entrée en vigueur de la Convention (§ 1^{er}). Ceci suppose toutefois que lesdites conventions de compte répondent aux exigences de la Convention (en particulier, celles des articles 4 et 5 concernant les critères de rattachement).

49. Cette solution fait dès lors l'objet de modalités particulières énoncées aux §§ 2 à 4. Ces modalités concernent la manière dont les États contractants doivent appliquer le critère de rattachement principal énoncé à l'article 4.1 de la Convention aux conventions de compte antérieures. On peut résumer ces modalités – que le Rapport explicatif qualifie de "règles interprétatives" – comme suit:

- a) en vertu du § 3, si la convention de compte contient une clause¹⁴⁶ expresse conduisant – selon la loi régissant la convention de compte – à appliquer la loi d'un État à l'une des questions de l'article 2.1 (c.-à-d. une question relevant du domaine de la loi applicable), la loi de cet État sera considérée comme étant la loi applicable (régissant alors nécessairement *toutes*¹⁴⁷ les questions de l'art. 2.1) *si* l'intermédiaire pertinent avait, lors de la conclusion de la convention de compte, un établissement dans cet État au sens de l'article 4.1;
- b) en vertu du § 4¹⁴⁸, si la convention de compte précise (expressément ou de manière implicite¹⁴⁹) où le compte de titres est tenu, la loi de l'État sur le territoire duquel le compte est réputé conventionnellement tenu régit alors les questions de l'article 2.1, à nouveau pour autant que l'intermédiaire pertinent dispose, au moment de la conclusion de la convention de compte, d'un établissement répondant aux exigences de l'article 4.1;
- c) en vertu du § 2, ces modalités d'application (règles "interprétatives") prévues aux §§ 3 et 4 ne peuvent s'appliquer si *(i)* la convention de compte contient une référence expresse à la Convention¹⁵⁰ ou si *(ii)* l'État contractant de la juridiction concernée a fait une déclaration selon laquelle il n'appliquera pas lesdits §§ 3 et 4 aux conventions de compte conclues entre l'entrée en vigueur de la Convention au niveau international (art.

¹⁴³ Rapport explicatif, n° 11-4. Ceci découlait déjà d'une interprétation correcte de la Convention, soit que l'on considère l'art. 8 comme une disposition particulière, soit que l'on recourt au principe d'interprétation conciliatrice (qui consiste, lorsque deux dispositions paraissent contradictoires, à les interpréter dans le sens où elles présentent le moins d'antinomie et, en tout cas de manière telle que l'application de l'une n'entraîne pas une violation flagrante de l'autre).

¹⁴⁴ Et les comptes de titres (pour l'hypothèse de comptes-titres qui ne feraient pas l'objet d'un *instrumentum*) dont l'ouverture est antérieure à l'entrée en vigueur de la Convention.

¹⁴⁵ Rapport explicatif, n° 16-1.

¹⁴⁶ Le Rapport explicatif (n° 16-5) cite l'exemple de clauses d'élection de for ou de choix de la loi applicable.

¹⁴⁷ Puisque le "dépeçage" sur ces questions n'est pas possible; voy. *supra*, n° 21.

¹⁴⁸ Le § 4 s'applique subsidiairement dans la mesure où il n'est applicable que si le § 3 ne l'est pas (p. ex., si l'État contractant a fait une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas ledit paragraphe) ou que la loi applicable n'a pu être déterminée en recourant à la règle "interprétative" du § 3 (Rapport explicatif, n° 16-18).

¹⁴⁹ Sur cette notion, voy. le Rapport explicatif, n° 16-20.

¹⁵⁰ La raison réside dans le fait que les parties à de telles conventions auront nécessairement adapté leurs conventions de compte aux termes de la Convention de la même manière que des parties à des conventions de compte postérieures à la Convention: un tel cas de figure rendait dès lors inutile une distinction entre les conventions antérieures et postérieures à la Convention.

19.1) et son entrée en vigueur pour l'État contractant concerné (art. 19.2). Dans ces cas, la loi applicable est alors exclusivement désignée par application des règles normales de rattachement (art. 4 à 6), à l'exclusion des §§ 3 et 4 de l'article 16.

Il en résulte donc que si la loi applicable n'est pas déterminée à l'aide des règles interprétatives des §§ 3 et 4 de l'article 16, seuls les articles 4, 5 et 6 de la Convention déterminent la loi applicable¹⁵¹.

50. En ce qui concerne l'hypothèse particulière d'un concours de droits sur des titres entre un bénéficiaire dont les droits sont nés avant l'entrée en vigueur de la Convention et un bénéficiaire dont les droits sont nés après, l'article 15 dispose que c'est la loi applicable en vertu de la Convention qui détermine quel titulaire de droit prime. L'article 15 s'applique quelle que soit la nature des droits concurrents.

51. Dans l'attente de l'entrée en vigueur de la Convention, les opérateurs financiers seront donc bien inspirés de vérifier si les droits qu'ils détiennent en matière de titres répondent bien aux exigences découlant de la loi applicable en vertu de la Convention.

8. Dispositions générales

a) États à plusieurs "unités territoriales"¹⁵²

52. Aux fins de répondre aux situations des États dont les composantes de l'État fédéral bénéficient (conjointement ou non avec l'État fédéral) de compétences concernant le domaine de la loi de la Convention ("*questions mentionnées à l'article 2.1*"), la Convention consacre une disposition spécifique. L'article 12 précise les solutions auxquelles conduisent les critères de rattachement des articles 4 et 5¹⁵³ pour les situations où plusieurs unités territoriales ont leurs pro-

pres règles de droit en ce qui concerne le domaine de la loi de la Convention.

53. De manière très sommaire¹⁵⁴, on peut dire que l'article 12 règle les situations suivantes:

- l'article 12.1 explique comment le rattachement principal (art. 4) fonctionne en rapport avec les États à plusieurs unités lorsque les parties ont désigné la loi d'une unité territoriale particulière;
- l'article 12.2, a) précise le sens de l'expression "*loi en vigueur dans une unité territoriale d'un État à plusieurs unités*" utilisée dans la Convention;
- l'article 12.2, b) préserve les règles internes de conflit de lois se rapportant à l'opposabilité par voie de dépôt, d'inscription ou d'enregistrement;
- les articles 12.3 et 12.4 permettent à un État à plusieurs unités de faire certaines déclarations en rapport avec le fonctionnement des articles 4 et 5 dans cet État à plusieurs unités¹⁵⁵.

b) Interdiction du renvoi

54. Dans un but de simplification et de prévisibilité (et donc de sécurité juridique des opérations sur titres) et dans la lignée des conventions de La Haye les plus récentes, l'article 10 de la Convention interdit toute possibilité de renvoi: seules les dispositions de droit matériel de la loi de la Convention sont d'application, à l'exclusion de ses règles de conflit de lois qui auraient pu "renvoyer" à un autre droit national^{156,157}.

c) Interprétation uniforme

55. Afin de garantir le plus haut degré d'uniformité dans l'application de la Convention par les États contractants, l'article 13 consacre ce que le Rapport explicatif qualifie de "principe général d'interprétation des traités", l'obligation

^{151.} Le Rapport explicatif (n° 16-22) indique que cela pourrait se produire dans un certain nombre de circonstances, telles que:

- la convention de compte n'a pas été conclue avant l'entrée en vigueur de la Convention au plan international;
- la convention de compte renvoie expressément à la Convention;
- la convention de compte antérieure à la Convention ne comporte aucune des clauses visées aux §§ 3 et 4 de l'art. 16;
- la convention de compte antérieure à la Convention a été conclue pendant la période intercalaire et le for est un État contractant qui a fait une déclaration selon laquelle ses tribunaux n'appliqueront pas les §§ 3 et 4 de l'art. 16 à de telles conventions de compte;
- l'intermédiaire n'avait pas, au moment de la conclusion de la convention de compte, d'établissement conforme dans l'État ou unité territoriale pertinents; ou
- la convention de compte ne comporte pas d'accord exprès ou tacite quant au lieu de tenue du compte de titres (et l'art. 16.3 ne s'applique pas non plus).

^{152.} L'art. 1.1, m) de la Convention définit un "État à plusieurs unités" comme "un État dans lequel deux ou plusieurs unités territoriales de cet État ou cet État et une ou plusieurs de ses unités territoriales ont leurs propres règles de droit se rapportant aux questions mentionnées à l'art. 2.1".

^{153.} L'art. 5 (tout comme les art. 16, 19.2, 20.1) rappelle les solutions spécifiques données aux situations d'États à plusieurs unités territoriales.

^{154.} Pour le surplus, on renvoie au Rapport explicatif, n°s 12-6 et s.

^{155.} Un État contractant peut imposer une condition "géographiquement" plus stricte en faisant une déclaration selon laquelle la loi de l'unité territoriale choisie par les parties à la convention de compte en vertu de l'art. 4, ne peut s'appliquer que si l'intermédiaire pertinent a un établissement (au sens de l'art. 4) dans cette unité territoriale.

^{156.} Outre que certains États ne connaissent pas le renvoi, le principe d'application universelle retenu par l'art. 9 de la Convention (*supra*, n° 20) était de nature à soulever un problème en cas de désignation de la loi d'un État non contractant.

^{157.} Voy. toutefois, la possibilité de renvoi interne prévue par l'art. 12.2, b) en ce qui concerne les États à plusieurs unités territoriales.

pour les États contractants de procéder à une interprétation uniforme. Concrètement, cela implique de recourir à des règles d'interprétation autonome – et qui ne correspondent pas nécessairement à celles utilisées par les juridictions d'un État contractant – prenant en compte les versions de la Convention faisant foi¹⁵⁸, l'objectif de certitude et de prévisibilité de la Convention (interprétation téléologique) et la jurisprudence issue d'autres États contractants.

56. Ce principe doit être vu à la lumière de l'article 14 qui prévoit la tenue de réunions d'une Commission spéciale afin d'examiner le fonctionnement pratique de la Convention, notamment sous l'angle de l'interprétation donnée par les

juridictions. Ces réunions peuvent ainsi déboucher sur des recommandations à destination des (autorités des) États contractants afin d'améliorer l'application de la Convention, voire sur le constat d'une nécessité de procéder à sa révision.

d) Refus de réserves

57. Toujours dans l'optique de favoriser une application uniforme de la Convention, l'article 21 dispose qu'aucune réserve n'est admise. Il en résulte qu'une seule et même Convention sera d'application au sein des États contractants.

III. CONCLUSION

58. Depuis plusieurs dizaines d'années, le domaine des opérations sur titres a radicalement évolué d'un régime de transfert "physique" de titres-papiers de la main à la main entre investisseurs finaux ou même de transferts de titres nominatifs au sein du registre tenu par l'émetteur¹⁵⁹ vers des régimes variés d'intermédiation où les titres sont détenus par un dépositaire central au sommet de la pyramide pour être ensuite détenus dans une chaîne de détention allant de l'intermédiaire affilié au dépositaire central précité jusqu'à l'investisseur final. Chaque niveau de détention dans cette chaîne fait l'objet d'une relation particulière entre l'intermédiaire d'un niveau donné et son client respectif (lui-même détenant pour compte d'autrui, perpétuant de la sorte la chaîne de détention) déterminée par la convention de compte-titres elle-même, régie par un droit spécifique. Pareil système permet d'inscrire dans un compte-titres, sous l'empire d'une seule loi, des titres de divers émetteurs émis sous des lois différentes et détenus de manière sous-jacente par un dépositaire central ou un autre intermédiaire au niveau national. C'est la réalité du monde des titres intermédiaires par lequel transitent des titres pour des milliers de milliards d'euros.

D'autres systèmes de détention plus directs, d'égale importance, coexistent avec les régimes d'intermédiation rappelés ci-dessus, pour permettre, soit à l'investisseur final d'être directement enregistré comme titulaire du titre envers l'émetteur, soit encore d'établir une relation directe entre l'émetteur et l'investisseur qui reste cependant dépendant, quant à ses droits de propriété, de sa relation de compte avec

son intermédiaire "teneur de compte". Dans ces derniers cas, la relation tend à être établie au niveau le plus proche de l'émetteur des titres considérés, selon le droit de ce dernier, mais une fois encore sur la base d'une convention de compte.

Une approche restrictive de la *lex rei sitae*, axée sur la localisation "physique" des titres sous-jacents (titres au porteur en coffre, titres nominatifs dans le registre tenu par l'émetteur, titres dématérialisés inscrits dans un compte tenu par un teneur de compte dans les livres du dépositaire central responsable de la totalité de l'émission en question) a conduit à des risques juridiques de voir la loi du pays de localisation des titres s'appliquer (approche dite "*look-through*")¹⁶⁰ à des opérations de détention, de transfert ou de garantie relatives à des titres en compte alors que ces titres scripturalisés font l'objet d'un statut et d'un régime distinct, même si en finale, lorsque la relation de compte prend fin, ce sont évidemment les titres sous-jacents qui seront restitués à l'investisseur¹⁶¹.

59. Les intermédiaires financiers ont alors construit leurs systèmes de détention pour minimiser ces risques d'application aberrante de lois étrangères à celle régissant leur relation de compte jusqu'à la mise en œuvre au niveau communautaire des directives Finalité, Liquidation et *Collateral*. Ces directives sont venues expressément consacrer, essentiellement pour les opérations de garantie et entre certains intermédiaires seulement, l'application de la loi du compte, en se référant toutefois, réflexe traditionaliste oblige, au lieu où ledit compte est "situé" ou "maintenu".

^{158.} Seules les versions anglaise et française constituent le texte authentique de la Convention.

^{159.} Même si ce procédé reste encore la règle dans certains pays comme le Royaume-Uni où les transferts de titres anglais dans le système *Crest* sont légalement assimilés à des transferts dans le registre de l'émetteur de sorte que les investisseurs voient leurs droits de propriété directement enregistrés au niveau de l'émetteur (voy. J. BENJAMIN et M. YATES, *The Law of Global Custody*, o.c., p. 169).

^{160.} *Supra*, n° 9.

^{161.} Pour les titres au porteur, par leur délivrance physique à l'investisseur ou son intermédiaire ou encore leur transfert scriptural à un autre intermédiaire; pour les titres nominatifs, par leur transfert dans le registre de l'émetteur au nom de l'investisseur ou de son intermédiaire (en position collective ou "*nominee*"); pour les titres dématérialisés par leur transfert scriptural au compte d'un autre teneur de compte désigné par l'investisseur.

Ces règles qui peuvent très bien s'appliquer pour un intermédiaire opérant dans un contexte juridique mono-juridictionnel (tels les dépositaires centraux nationaux ou internationaux) s'avèrent d'un apport moins avéré pour les intermédiaires disposant d'un réseau de succursales implantées dans divers pays (ne constituant juridiquement qu'une seule et même personne morale). En pareil cas, se pose la question de savoir où est *réellement* localisé un compte-titres lorsqu'on sait qu'un compte-titres n'a pas de tangibilité et que ses opérations sont éclatées entre différents centres d'exploitation qui peuvent eux-mêmes être en relation de sous-traitance. Comment alors confirmer que c'est bien la loi du pays X qui continue à régir l'ensemble du portefeuille-titres du client en relation de compte avec son intermédiaire. De même, dans les systèmes dits directs fondés sur une relation exclusive de l'investisseur avec l'émetteur à l'échelon local, comment ici aussi s'assurer que c'est la loi du pays Y – loi du pays où sont localisés les titres sous-jacents dans lequel opère une succursale de l'intermédiaire – qui a vocation à régir le compte, géré toutefois au niveau de l'ensemble de l'institution?

60. Il fallait s'orienter vers un critère de rattachement plus conforme à la nature du compte de titres (qui reste essentiellement une convention à laquelle la loi qui la gouverne attribue, en fonction des opérations s'y rapportant, une série d'effets de droit réel) et à son immatérielle, à savoir *l'application de la loi qui régit tout simplement la convention de compte-titres* (ou celle choisie spécifiquement par les parties à la relation de compte pour régir les aspects de droits réels des inscriptions en compte) ainsi que le prescrit la Convention.

Certes, on peut relever que ce critère "subjectif" (mais en est-il d'autre en réalité?) reste peu tempéré par le test dit de réalité que constitue l'exigence d'un "établissement" chargé de la tenue de compte-titres au sens de la Convention (qui, on le reconnaît, est assez libérale quant aux conditions d'un tel établissement). Pourtant, si une convention de compte de titres est régie par la loi d'un pays X quant à ses aspects de "droit réel" sur lesdits titres et que l'intermédiaire y dispose d'un établissement participant à la tenue de compte-titres, comment peut-on vraiment imaginer¹⁶² que le compte en question pourrait ne pas être rattaché aussi opérationnellement que juridiquement au pays X et que le choix de la loi de ce pays, loin d'être totalement arbitraire, se rapporte à un régime convenu pour régir la relation de compte considérée au départ de la succursale du pays en question, même si la gestion du compte peut continuer à être partagée avec

d'autres centres d'exploitation technique de l'intermédiaire en divers autres pays.

61. La Convention correspond donc bien aux réalités des (diverses) pratiques de détention de titres. En revanche, on ne saurait en dire autant des risques généralement avancés à l'encontre de la Convention, qui nous paraissent, soit théoriques (application de plusieurs lois au sein d'un même système de règlement-titres) et facilement écartables, si besoin en était¹⁶³, soit contredits par la pratique en ce qui concerne la mise en œuvre des droits des tiers (transparence, efficacité des saisies), sans mentionner les prétendus risques d'atteinte aux législations d'ordre public qui restent en toute hypothèse d'application aux institutions en tant que telles (sans être conditionnées à la localisation d'actifs ou au droit des régissant).

62. À titre d'argument ultime, les opposants à la Convention ont encore fait valoir que la ratification de la Convention n'est pas urgente et devrait s'opérer seulement après harmonisation des règles de droit matériel en matières de titres inscrits en compte¹⁶⁴, ce qui rendrait moins critique l'adoption d'une règle de conflit de lois (telle que celle de La Haye) dans la mesure où le droit matériel "sera identique".

Comment souscrire à un tel argumentaire qui fait l'impasse sur les délais et les incertitudes d'une adoption au niveau international (par exemple le projet Unidroit) ou même européen (le "*Legal Certainty Project*") de règles d'harmonisation du droit des titres dont on ne peut prédire par ailleurs l'étendue, à supposer que ces efforts aboutissent. Ce qui est certain en revanche, c'est que de telles règles d'harmonisation conduiraient au mieux à l'adoption de règles minimales de protection des investisseurs et d'encadrement de la détention de titres scripturaux, ce qui serait déjà un progrès majeur pour tous les opérateurs et leurs clients, sans jamais toutefois aboutir à une véritable *unification* du régime de droit matériel, au vu de la disparité existant sur le plan international ou même communautaire entre les diverses législations civiles, commerciales et financières de chaque État et qui continueront à régir aussi certains aspects des opérations sur titres.

Une règle de conflit de lois adaptée aux réalités de la pratique des titres, telle que celle de la Convention, reste donc vitale et doit sans plus attendre être d'application pour mettre fin tant aux incertitudes actuelles (avant harmonisation du droit matériel) que futures (après et nonobstant une harmonisation, nécessairement limitée, qui viendrait à être concrétisée).

^{162.} En dépit même du Rapport explicatif (n° 4-23) qui précise qu'il peut s'agir – en théorie – d'autres comptes que celui considéré.

^{163.} Au vu déjà des conditions d'application de la directive Finalité, et par le biais additionnel des normes de nature réglementaire applicables à ces systèmes.

^{164.} Voy. *supra*, n° 13 *in fine*.