



*Les Matinales*



26 novembre 2014

1984 – 2014

# La dématérialisation des titres en France 30 ans après

Partenaires



**9h30 : Introduction**

**Marcel Roncin**, Président, **AFTI**

**Bertrand du Marais**, Président de l'association **FIDES**,

Conseiller d'Etat détaché comme Professeur de droit public, **Université de Paris Ovest Nanterre La Défense**

**9h50 : Exposé magistral : L'identification des porteurs de titres financiers dans un contexte dématérialisé et mondialisé**

**Arnaud Reygrobellet**, Professeur de droit privé, **Université Paris Ovest Nanterre La Défense**

**10h30 : Première Table ronde : Le droit des titres**

**Animateur : Michel Boutillier**, Chargé de mission « professionnalisation » pour le département d'économie, **Université Paris Ovest Nanterre La Défense**

**Julien Granotier**, Maître de conférences en droit privé, **Université Paris Ovest Nanterre La Défense**

**David Poirier**, Juriste, **Société Générale Securities Services** et Animateur de l'Observatoire Juridique, **AFTI**

**Marguerite Zauberman**, Magistrat, Senior legal advisor – DSPM, **Banque de France**

**11h15 : Seconde Table ronde : L'industrialisation du post-marché**

**Animateur : Pierre Colladon**, Strategy and Market Infrastructures, Société Générale Securities Services & Animateur du sous-groupe Market Implementation Group, **AFTI**

- **Faycel Benchemam**, Maître de conférences en sciences de gestion, **Université Paris Ovest Nanterre La Défense**
- **Isabelle Olivier**, Head of Clearing & Settlement and T2S Program Director, **SWIFT**
- **Eric Roussel**, Responsable développement produits Clearing & Custody, **BNP Paribas Securities Services**

**12h00 : Fin**

# Intervention

## Marcel Roncin

---

Président  
**AFTI**

# La Dématérialisation des Titres en France

Le souci de renforcer les fonds propres des entreprises françaises par le développement de l'actionnariat a conduit les Pouvoirs Publics, à la fin des années 70, à prôner la modernisation du Marché Financier

Une première loi, sur l'orientation de l'épargne vers le financement des entreprises, avait été votée le 13 juillet 1978.

Le 24 juillet 1979, le Ministre de l'Economie, chargeait Maurice Pérouse (DG, CDC) d'étudier la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières

## Remis au Ministre de l'Economie le 11 septembre 1980, ce rapport formulait des propositions selon deux axes :

### Simplification du régime des titres

Les différents modes de détention des titres devaient disparaître au profit d'une inscription en compte chez l'Emetteur ou chez un intermédiaire, la réforme devant aboutir à une dématérialisation des valeurs mobilières

### Mise en place d'un marché continu informatisé et unifié

Alimenté par des ordres dont le routage et les réponses devaient être automatisés, ainsi que d'un Marché d'options négociables

**La loi de Finances pour 1982 n° 81-1160 du 30 décembre 1981, dans son article 94, alinéa 2, dispose que :**

*« Les valeurs mobilières émises en territoire français et soumises à la législation française, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en comptes tenus par la personne morale émettrice ou par un intermédiaire habilité »*

La mise en œuvre effective est intervenue le 5 novembre 1984.

## Plusieurs décisions devaient suivre (1/2) :

- La loi du 3 janvier 1983 (dite Loi Delors) sur le développement des investissements et de la protection de l'épargne
- La circulaire du 8 août 1983 sur le régime des valeurs admises aux opérations de la Sicovam (Dépositaire central dont les activités devaient être reprises par Euroclear, créé en Janvier 2001).
- L'instruction numéro 3 du 26 janvier 1984 aux affiliés de la Sicovam portant sur la refonte de son système comptable
- La publication le 29 février 1984 du cahier des charges des Emetteurs Teneurs de comptes de valeurs mobilières non admises en Sicovam
- Le nouveau Règlement Général de la Sicovam, publié par arrêté du 23 mai 1984

En outre, la Place de Paris engageait, en 1986, une réforme des procédures de Règlement Livraison consécutives aux négociations sur valeurs mobilières qui se traduit par la mise en service de RELIT en 1990.

## Plusieurs décisions devaient suivre (2/2) :

- La Loi sur l'épargne de Juin 1987 crée le Plan d'Epargne Retraite (PER)
- La Loi de 1988 sur la transformation du statut des agents de change
- La Loi de 1989 sur la sécurité et la transparence des marchés financiers

# Introduction

**Bertrand du Marais**

---

Président  
de l'Association **FIDES**

Conseiller d'Etat détaché  
comme Professeur de droit public  
**Université de Paris Ovest Nanterre La Défense**

## FIDES, Think Tank dédié aux interactions entre droit et économie

- **Think tank et non talk tank**
- **Une méthode éprouvée:**
  - Partir de l'expertise académique (adossée à Nanterre)
  - Concevoir une réflexion et des projets véritablement intégrés entre les deux disciplines
  - Pour répondre aux interrogations et éclairer l'action des décideurs publics et privés
  - Mêlant académique et praticiens
  - Dans une approche autant que possible comparative
- **Des thèmes au centre de l'actualité :**
  - Analyse économique des professions réglementées (2013-2014)
  - Responsabilité sociétale de la Finance (avec le « Pôle de compétitivité Finance Innovation ») (2013)
  - Normalisation comptable (avec l'Académie des sciences comptables et financières) (2012)
  - Conformité – compliance (2013) (avec le Barreau de Lyon et Lyon Place Financière et Tertiaire)...
  - ... « Agence de notation et crise du crédit » (décembre 2007) (avec Ernst & Young)

## FIDES, Think Tank dédié aux interactions entre droit et économie

- Licence et Master Droit de l'Économie: 450 étudiants
- « A global initiative for Research and Higher Education on Law Institutions & Economics » :
  - apporter une vision empirique et complémentaire du *Law & Economics*
- Des produits variés:
  - conférences (Matinales), Groupe de travail et Workshop, publications, Soutien financier par des Appels à projet (10 à 15k€ pour une dizaine de projets)
- Des moyens modestes...
- ... F comme Forum et pas encore comme Fondation

## Deux réflexions d'un néophyte sur la dématérialisation des titres

- C'est un excellent terrain de réflexion sur l'interaction entre droit et technologies :
  - H. de Vauplane: « La modification opérée en 1981 s'est toujours voulue une réforme technique sans conséquence au niveau juridique » et
  - « Les négociations d'actifs financiers dématérialisés sont elles-mêmes dématérialisées » *20 ans de dématérialisation des titres en France*, Paris, revue Banque édition, novembre 2005
  - Pas de dématérialisation sans Systèmes d'information extrêmement sophistiquée et performant
- Or, la technologie n'est pas neutre.

## Deux réflexions d'un néophyte sur la dématérialisation des titres

- C'est un excellent cas « d'attractivité économique du droit et de la régulation »:
  - Capacité du droit français à retenir et attirer des activités à haute valeur ajoutée, dans une compétition féroce des systèmes juridiques, et alors même que le droit des marchés financiers tend à la standardisation
  - Or, nous cherchons à démontrer que la standardisation juridique
    - si elle diminue les coûts *de transaction*,
    - augmente les coûts *de transition*,
    - constitue une barrière à l'entrée et favorise des situations oligopolistiques: la question est « qui rédige le standard »

# Exposé magistral : L'identification des porteurs de titres financiers dans un contexte dématérialisé et mondialisé

**Arnaud Reygrobellet**

---

Professeur de droit privé

**Université de Paris Ovest Nanterre La Défense**

## Observations liminaires

Le double paradoxe de l'anonymat des titres financiers :

- 1. Une bizarrerie dans un contexte de dématérialisation totale**
- 2. Une aberration au regard du principe directeur de transparence sur les marchés financiers**

## Observations liminaires

### 3. Un anonymat voué à disparaître ?

- La contrainte de ségrégation optionnelle issue du règlement n° 909/2014 : « Un participant propose à ses clients au moins le choix entre la ségrégation collective des clients et la ségrégation individuelle par client et les informe des coûts et des risques qui sont associés à chaque option » (art. 38, 5).

## Observations liminaires

### 3. Un anonymat voué à disparaître ?

- Les exigences inscrites dans la Proposition de révision de la directive 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires.

# I- L'innocuité de l'anonymat

## A) Les raisons d'être de l'anonymat

- Les réflexions du Rapport Pérouse (Commission sur la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières, Doc. franç., Paris, 1981) : la tentation, écartée, de la nominativité absolue

# I- L'innocuité de l'anonymat

## A) Les raisons d'être de l'anonymat

- les intérêts de la forme au porteur pour les émetteurs
- les intérêts de la forme au porteur pour les investisseurs

# I- L'innocuité de l'anonymat

## A) Les raisons d'être de l'anonymat

- **L'attractivité de la place financière française**
  - des investisseurs non-résidents : actionnaires, obligataires (ord. 31 juill, 2014), mais qui des titres donnant accès au capital ?
  - La situation des titres non cotés mais admis aux opérations d'un dépositaire central

# I- L'innocuité de l'anonymat

## B) L'anonymat et les assemblées générales

- **L'efficacité du mécanisme de la *record date***
  - Très bientôt positionné à J + 2 en tenant compte des positions dénouées (et non plus négociées)
  - Quorum moyen est passé de 48 % en 2007 à + de 65 % désormais (chiffre stable depuis 2011 ; 65,1 % en 2014)

# I- L'innocuité de l'anonymat

## B) L'anonymat et les assemblées générales

- L'efficacité de la plateforme VOTACCESS en vue d'exprimer un vote ou des consignes de vote.

## II- La relativité de l'anonymat

### A) L'anonymat sous la maîtrise du législateur

- Identification des investisseurs franchissant certains seuils ou réalisation certaines opérations
- Nominativité comme instrument de l'ordre public

## II- La relativité de l'anonymat

### B) L'anonymat à la main des émetteurs

- **Possibilité d'imposer la nominativité obligatoire des titres :** pour les actions, les obligations, et même les TCN,
- **La procédure du titre au porteur identifiable :** apports et incertitudes de l'ordonnance du 31 juillet 2014

## III- Et demain ?

L'absence d'identification des investisseurs est l'une des faiblesses du dispositif de détention des titres ; faiblesses, qui « conduisent à une gouvernance d'entreprise sous-optimale et à un risque de décisions de gestion sous-optimales et/ou excessivement axées sur le court terme »

## III- Et demain ?

- **Unifier les inscriptions en compte auprès du seul dépositaire central ?**
- **Introduire un titre au porteur identifié ?**

## III- Et demain ?

- **Les pistes explorées par la proposition de modification de la directive 2007/36/CE**

### Article 3 *bis* Identification des actionnaires

1. Les États membres font en sorte que les intermédiaires offrent aux entreprises la possibilité d'identifier leurs actionnaires.
2. Les États membres garantissent qu'à la demande de l'entreprise, l'intermédiaire communique sans délai indu à l'entreprise le nom et les coordonnées des actionnaires et, lorsque ceux-ci sont des personnes morales, leur identifiant unique s'il existe. Lorsque la chaîne de détention compte plusieurs intermédiaires, la demande de la société et l'identité et les coordonnées des actionnaires sont transmises sans délai indu entre les intermédiaires.

## Table ronde n° 1 - Le droit des titres

**Animateur : Michel Boutillier**

Chargé de mission « professionnalisation » pour le département d'économie,  
**Université Paris Ovest Nanterre La Défense**

### Participants :

- **Marguerite Zauberman**, Magistrat, Senior legal advisor – DSPM  
**Banque de France**
- **Julien Granotier**, Maître de Conférences en droit privé  
**Université Paris Ovest Nanterre La Défense**
- **David Poirier**, Juriste, **Société Générale**  
Animateur de l'Observatoire Juridique **AFTI**

# I - Les systèmes de détention

**Marguerite Zauberman**

---

**Banque de France**

Magistrat,

Senior legal advisor

Direction des Systèmes de Paiement  
et des Infrastructures de Marché

# Introduction : de quoi s'agit-il ?

## Le droit des instruments financiers

régit principalement 4 secteurs d'activité :

l'émission

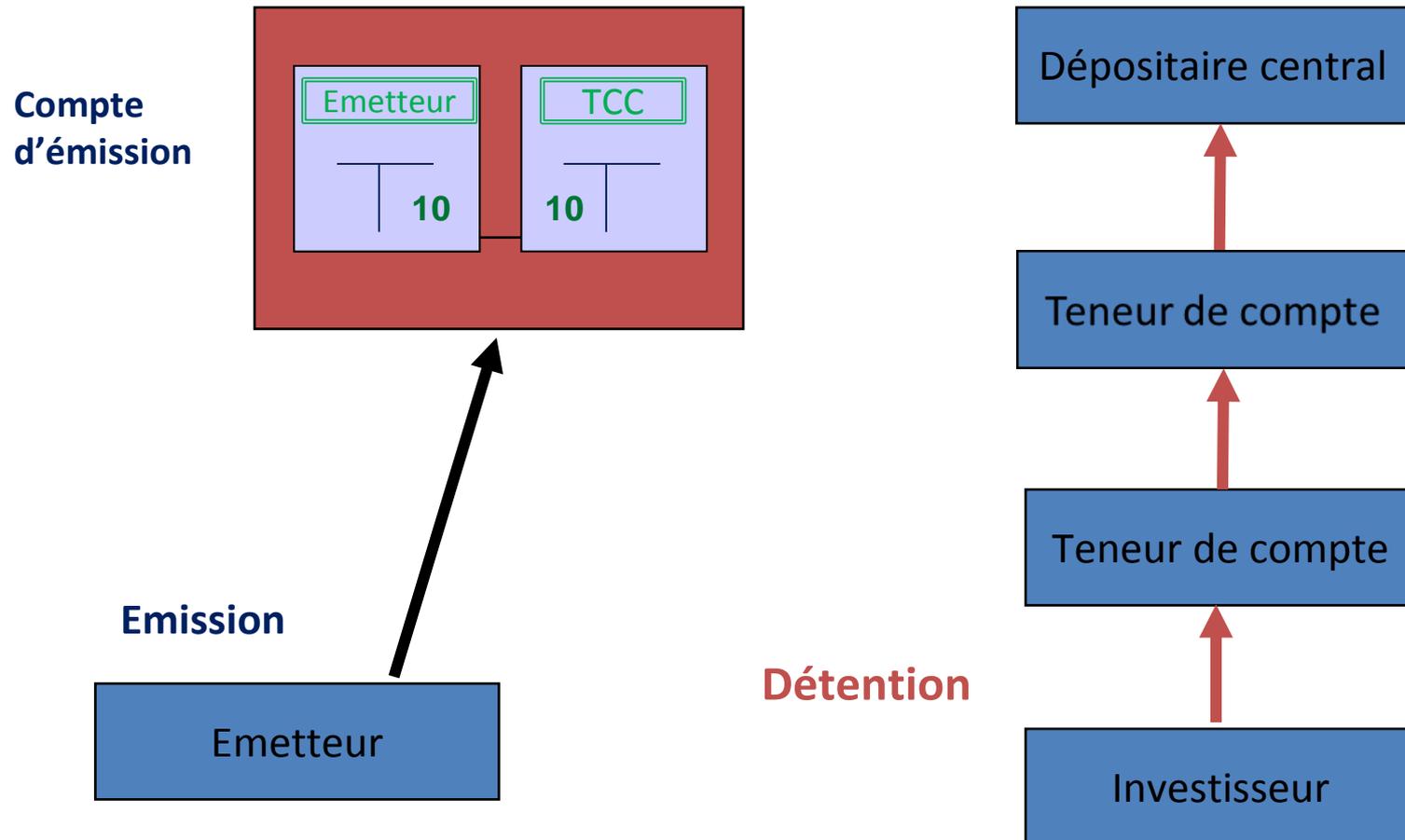
la conservation

la négociation

la livraison

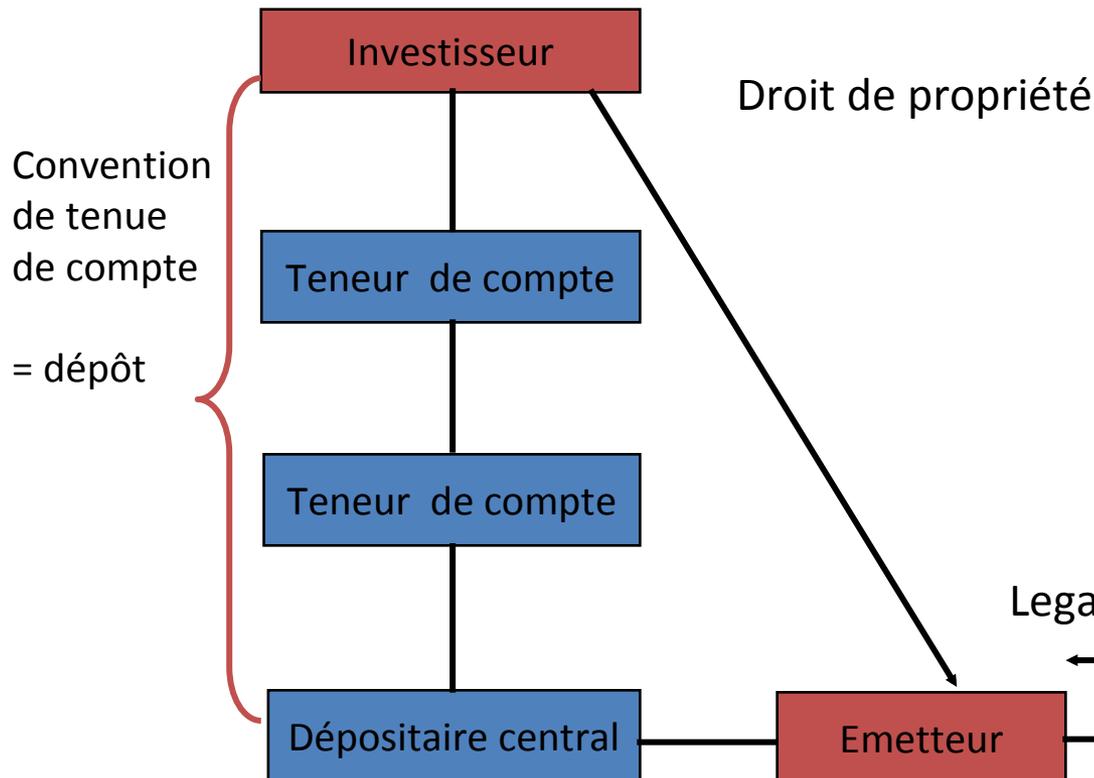
des instruments financiers

## Les instruments financiers sont dématérialisés et inscrits en compte en France en 1984 et dans l'UE en 2025 (CSDR) (2009) Protection du tiers acquéreur de bonne foi

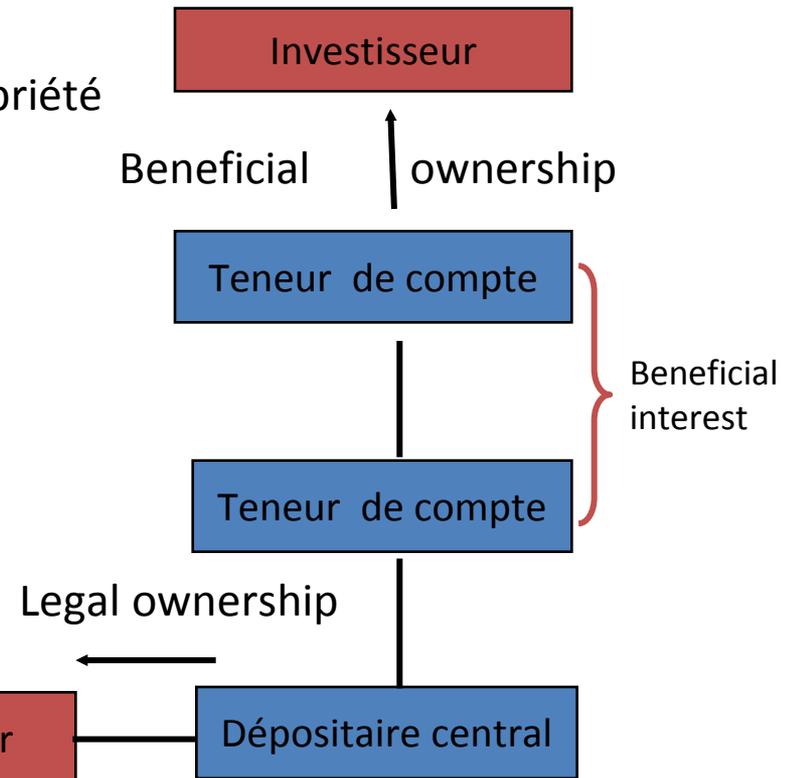


# Les régimes juridiques de détention des IF

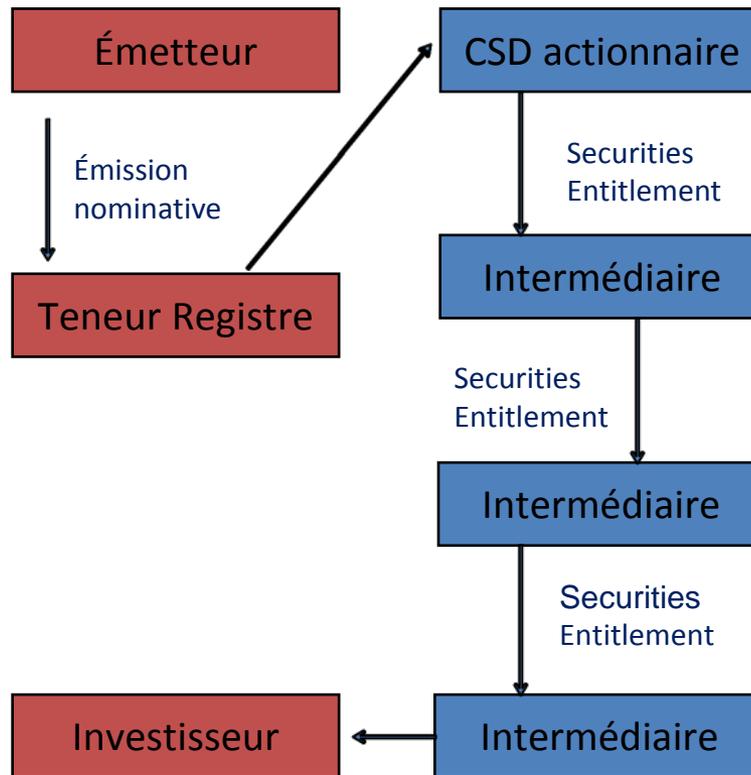
## Droit continental



## Common law



# Le système de détention indirecte (USA)



- L'investisseur n'entre en relation qu'avec son intermédiaire direct. L'objet du contrat qui lie ces parties est un « securities entitlement »
- Le « securities entitlement » est un actif distinct du titre émis. Il existe à chaque niveau de la chaîne d'intermédiation.
- Le CSD est actionnaire nominatif inscrit dans le registre du teneur de registre. Il est prête-nom pour ses adhérents et confère à ces derniers un « securities entitlement ».
- La négociabilité résulte du recours au prête-nom et du « securities entitlement »

## II - La portée juridique des systèmes de détention

**Julien GRANOTIER**

---

Maître de Conférences en droit privé

**Université Paris-Ouest Nanterre La Défense**

# La portée juridique des systèmes

**I. Le droit français : la sécurité de l'investisseur**

**II. Le droit américain : l'efficacité du marché**

**III. Les tentatives d'harmonisation**

# I . Le droit français

- **La sécurité statique est assurée par :**
  - La mission confiée au dépositaire central
  - Le statut du teneur de compte conservateur
  
- **La sécurité dynamique est assurée par :**
  - L'inscription en compte érigée en titre d'acquisition
  - La protection de l'acquéreur de bonne foi

## II. Le droit américain

- **L'efficacité recherchée du marché des titres**
  - La déconnection du droit de l'investisseur et du titre de l'émetteur : le *security entitlement*
  - La multiplication des titres financiers
- **La fragilité du système**
  - L'indispensable solidité des intermédiaires
  - La fragilité des droits de l'investisseur en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire

## III. Les tentatives d'harmonisation

- **L'échec des tentatives d'harmonisation matérielle**
  - Au niveau européen
  - Au niveau international
- **L'échec des tentatives d'harmonisation des règles de conflit**

# III Chaîne internationale de détention de titres

**David Poirier**

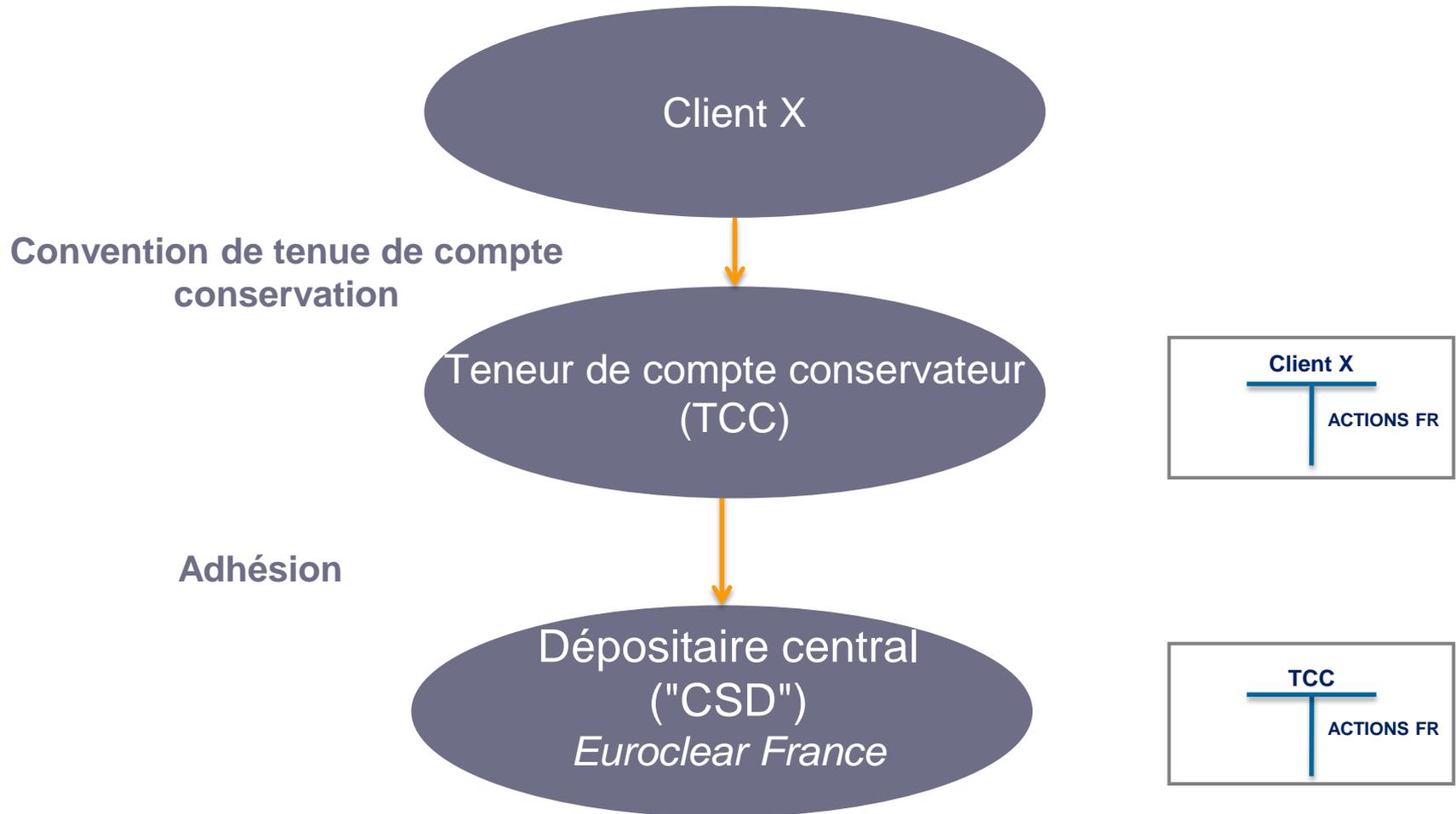
---

Juriste

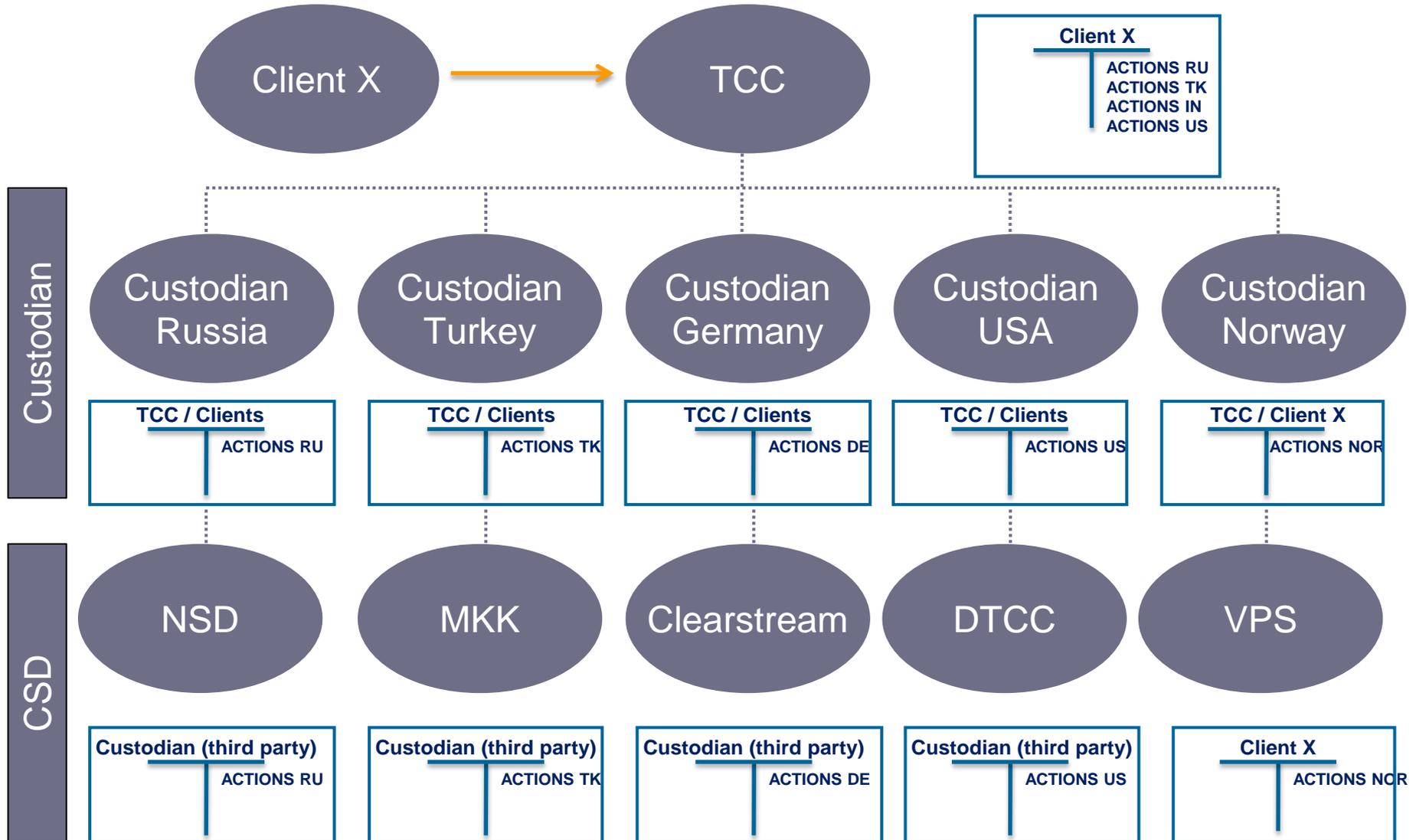
**Société Générale Securities Services**

Animateur de l'observatoire juridique de l'AFTI

## CONSERVATION LOCALE



# CONSERVATION GLOBALE



## RISQUES & ENJEUX

- Environnement législatif / réglementaire de plus en plus contraignant
  - Suites des affaires Lehman et Madoff
- Restitution des titres étrangers à la charge du TCC / dépositaire
  - TCC « simple » (articles 322-7 et 322-35 RGAMF)
    - Obligation de restitution de principe des titres conservés (clients « retail » / non professionnels)
    - Aménagements contractuels possibles si client professionnel
  - Dépositaire (Directives AIFM et UCITS V)
    - Obligation de restitution de principe des titres conservés
    - Exonération : force majeure renforcée
- Objectifs poursuivis : protection des avoirs des investisseurs
  - ... Des mesures adaptées?

## RISQUES & ENJEUX

- Protection des avoirs des investisseurs : composantes
  - Ségrégation
    - Identification des titres auprès du sous conservateur
    - Focus de la réglementation sur cette composante (cf. AIFMD / UCITS V)
  - Droit de propriété
    - Qui est reconnu comme le propriétaire des titres en cas de faillite du sous conservateur vs. masse des créanciers
  - Restitution des titres
    - Modalités / rapidité de la restitution des titres (en nature) en cas de faillite du sous conservateur
- Des avancées?
  - CSDR (art. 38.5) : *Un participant propose à ses clients au moins le choix entre la ségrégation collective des clients et la ségrégation individuelle par client et les informe des coûts et des risques qui sont associés à chaque option.*
  - UCITS V (art. 20.8) : *Les États membres veillent à ce qu'en cas d'insolvabilité d'un dépositaire et/ou de tout tiers situé dans l'Union auquel la conservation des actifs de l'OPCVM a été déléguée, les actifs d'un OPCVM conservés ne puissent pas être distribués ou réalisés au bénéfice des créanciers de ce dépositaire et/ou de ce tiers.*

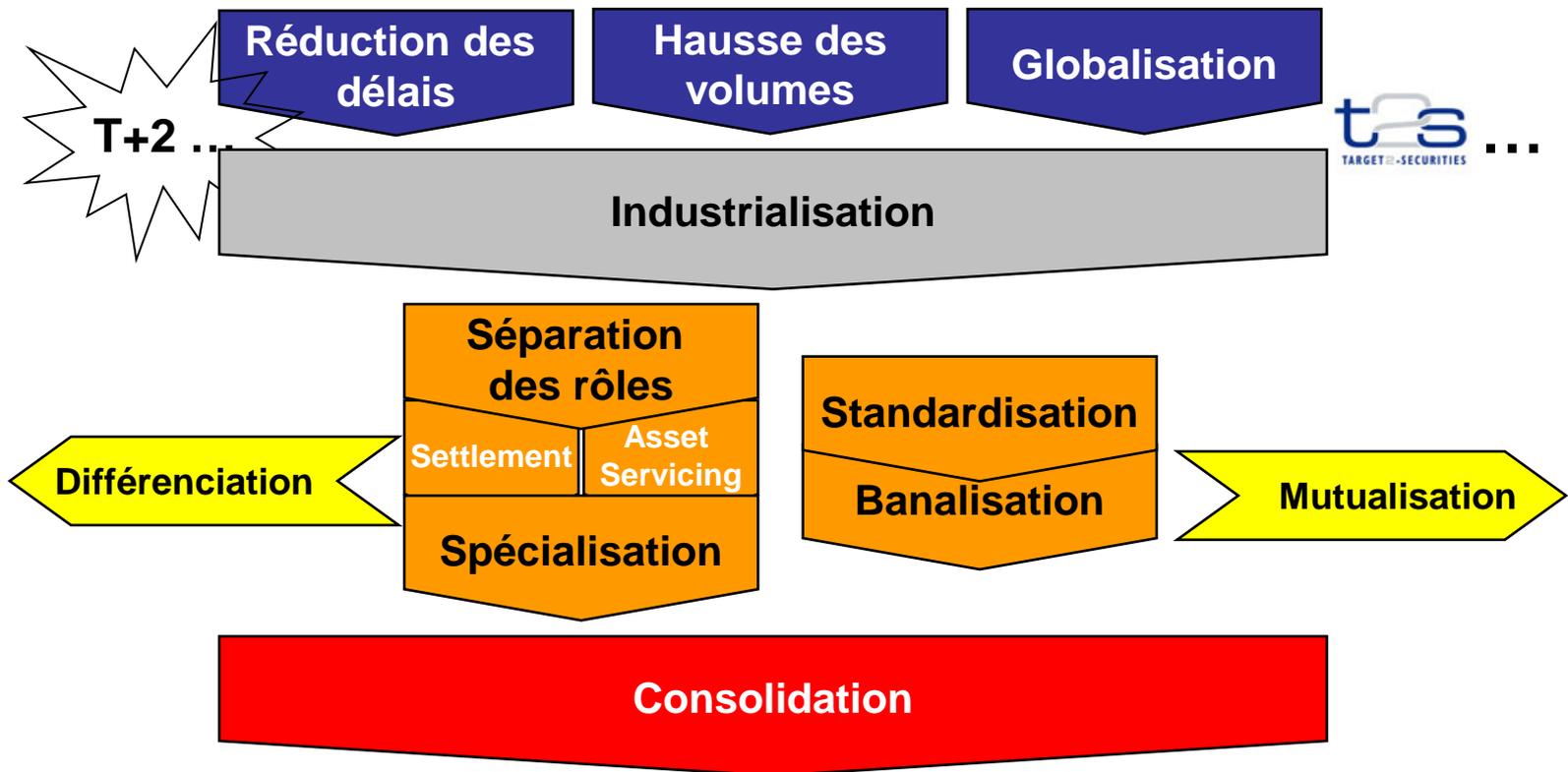
## Table ronde n° 2 – L'industrialisation du post-marché

**Animateur :** Pierre Colladon, Strategy and Market Infrastructures  
**Société Générale Securities Services**

Animateur du sous-groupe Market Implementation Group, **AFTI**

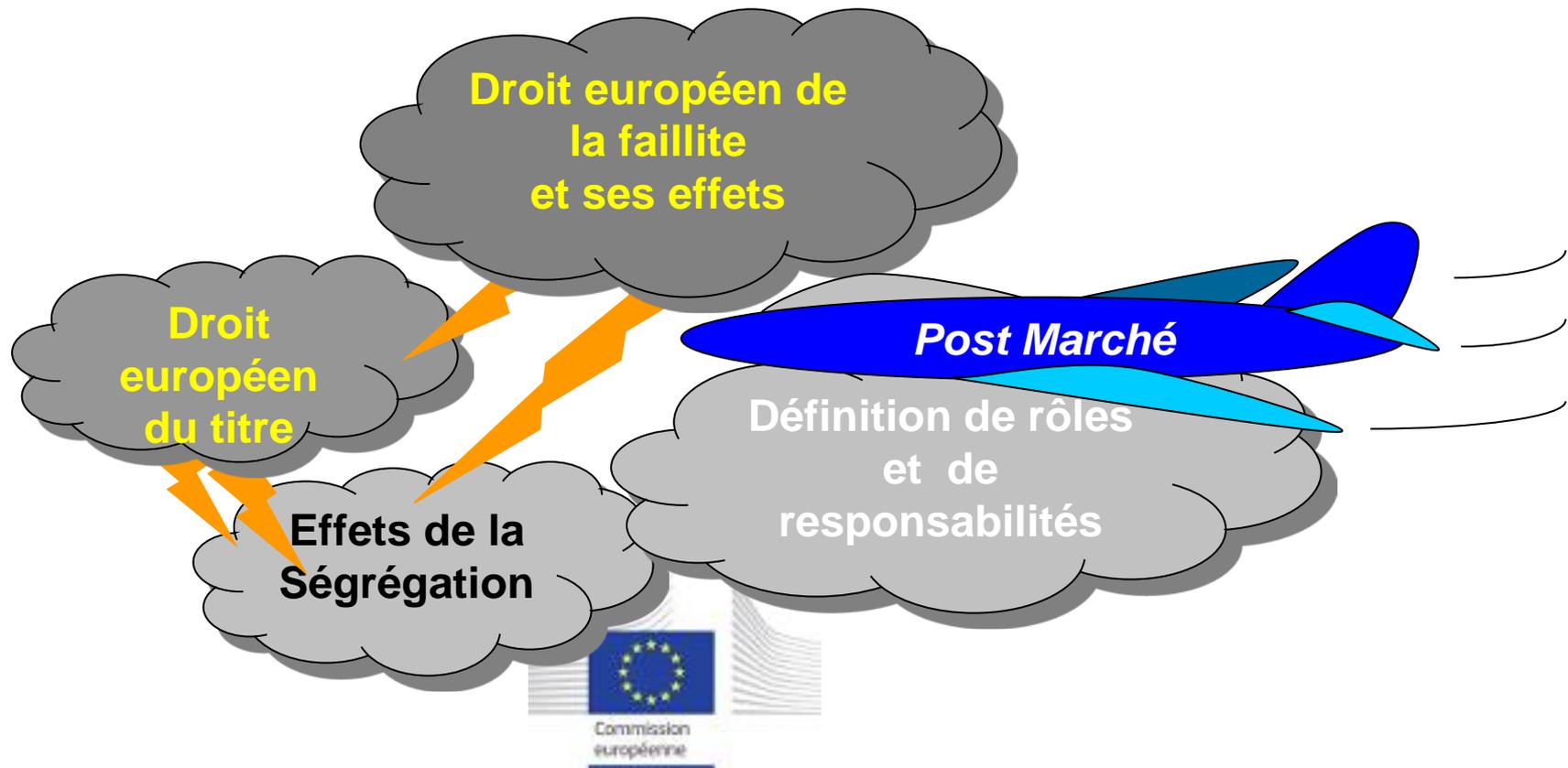
- **Faycel Benchemam**, Maître de conférences en sciences de gestion  
**Université Paris Ovest Nanterre La Défense**
- **Isabelle Olivier**, Head of Clearing & Settlement and T2S Program Director  
**SWIFT**
- **Eric Roussel**, Responsable développement produits Clearing & Custody  
**BNP Paribas Securities Services**

## Table ronde n°2 – L’industrialisation du post-marché Tendances



## Table ronde n°2 – L'industrialisation du post-marché

### L'industrie va vite... et le Droit européen?





Présentation disponible sur le site [www.afti.asso.fr](http://www.afti.asso.fr)  
Rubrique : Evènements / Amphi



[www.u-paris10.fr](http://www.u-paris10.fr)



[www.fides.u-paris10.fr](http://www.fides.u-paris10.fr)