

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

Conférence du 12 novembre 2009



En partenariat avec



AFTI
La dynamique du post-marché

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

Sommaire

p. 2

Introduction

Marcel Roncin

p. 4

Présentation de l'offre de loi

Charles Saule

p. 8

L'inscription en compte-titres

Didier R. Martin

p. 13

La tenue de compte conservation

Hervé Synvet

p. 19

L'identification des propriétaires de titres en capital

Jean-Jacques Daigre

p. 21

La conservation centrale et le transfert des valeurs mobilières

Thierry Bonneau

p. 26

Projets internationaux en matière de droit des titres - perspectives et enjeux

France Drummond



Ouverture de la conférence

par Marcel RONCIN,
Président de l'AFTI

Bonjour à tous.

Je vous souhaite la bienvenue à cette conférence dédiée aujourd'hui au droit des titres. Nos partenaires sont la Fédération Bancaire Française et l'AEDBF France.

Le 24 juillet 1979, le Ministre de l'Économie René Monory confiait à Maurice Pérouse, Directeur Général de la Caisse des Dépôts et Consignations l'animation d'un Groupe de travail avec pour objectif la modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières.

Le rapport de ce groupe de travail était remis le 11 septembre 1980.

J'en retiens, pour l'essentiel, deux propositions fortes dont la mise en œuvre allait avoir un impact considérable pour l'industrie financière française :

► *La simplification du régime des titres :*

Il faut se souvenir de sa complexité et, par voie de conséquence, de la lourdeur des traitements qu'il nécessitait, d'autant qu'il n'était pas mécanisable, et donc très coûteux pour les Intermédiaires financiers.

Il était proposé la disparition des différents modes de détention des titres au profit d'une inscription en compte chez l'Émetteur ou chez l'Intermédiaire, la réforme devant aboutir à une **dématérialisation des titres**.

► *La mise en place d'un marché continu informatisé et unifié,*

Alimenté par des ordres dont le routage et les réponses devaient être automatisés. La création

d'un marché d'options négociables était également proposée.

Le 5 novembre 1984, il y a 25 ans, entrain en vigueur le texte fondateur de la dématérialisation des titres en France, en application de la Loi de Finances 81/1160 pour 1982, et notamment de son célèbre article 94/2 qui stipule en substance que les valeurs mobilières émises en France et de droit français doivent désormais être inscrites en compte chez leur Émetteur ou chez un intermédiaire financier habilité.

Une série de textes structurants allait compléter, durant cette décennie, le dispositif juridique dont sortirait, outre la dématérialisation, une puissante réforme des procédures de règlement/livraison consécutives aux négociations sur valeurs mobilières.

Ainsi, Relit allait-il voir le jour à la fin des années 80.

Le 5 novembre 2004

L'AEDBF organisait, en partenariat avec l'AFTI, la FBF, l'AFEI et Euroclear France, un colloque que nous avons choisi d'intituler :

« *La dématérialisation des Titres en France 20 ans après : Bilans et perspectives en France et à l'international* »

Nous y avons consacré une journée entière. Il en est sorti un livre qui fait référence sur le sujet. Ce fut l'occasion d'un état des lieux approfondi sur le droit en vigueur, ainsi que sur les réformes à venir tant en France qu'en Europe.

Ce jour-là, plusieurs professeurs agrégés des Facultés de Droit sont intervenus et ont apporté leur éclairage, sur les théories juridiques en



présence, (*Professeurs Hervé Synvet et Didier R. Martin*), ainsi que sur le projet de réforme du transfert de propriété des titres cotés (*Professeur Jean-Jacques Daigre*), projet qui devait être concrétisé en 2006.

Ce sont ces mêmes professeurs, avec le *Professeur Thierry Bonneau*, qui ont spontanément souhaité poursuivre leurs travaux, estimant qu'il convenait d'achever la réflexion engagée, en travaillant sur le phénomène de scripturalisation des valeurs mobilières.

C'est ainsi qu'en 2006 un processus s'est engagé, visant à faire évoluer le régime juridique des titres pour le mettre au diapason des pratiques. Cette tâche a été menée à bien avec le concours de *Charles Saule*, ancien Délégué Général de l'AFTI, dont je salue l'opiniâtreté.

Le travail accompli a donné lieu à l'édition d'une plaquette intitulée «*Offre de loi sur le droit des titres*», que nous avons transmise cet été à tous nos adhérents, et dont vous avez entre les mains la version française, en attendant, la publication d'un livre.

Parallèlement, nous avons engagé un cycle de rencontres en France et à l'échelon européen, pour véhiculer et faire partager ces réflexions fondamentales.

C'est le résultat de leurs travaux qui va vous être présenté cet après-midi en courtes séquences qui vont reprendre les sections de leur ouvrage, après que *Charles Saule* eut présenté l'ensemble de la démarche.

Enfin, le *Professeur France Drummond* tracera les perspectives et les enjeux dans le domaine européen et international.

Je voudrais en terminant remercier nos Professeurs pour le temps qu'ils nous ont consacré et pour la qualité de leurs travaux

Je vous remercie. ■



Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres



Présentation de l'offre de loi

par Charles Saule,
Ancien délégué général de l'AFTI

Merci cher Président pour ces mots d'accueil, et surtout pour la confiance que vous nous avez toujours témoignée durant nos travaux.

Le texte que nous allons présenter, est de nature législative, comme son titre l'indique clairement. Il a été rédigé par quatre éminents professeurs agrégés des facultés de droit, Messieurs Bonneau, Daigre, Martin, et Synvet, avec le concours de deux praticiens des titres, Dominique De Witt et moi-même. Tous les deux, Dominique et moi, nous avons apporté nos expériences du post-marché financier, mais plus encore notre compréhension de son organisation.

Je dois ajouter en ce qui me concerne que, n'étant pas juriste, la charge d'introduire les exposés de cette conférence est pour moi un défi autant qu'un honneur.

Quelques mots, pour commencer, sur le titre que nous avons donné à ce travail. « Offre de loi » exprime notre souhait de voir un jour ce texte inspirer une proposition ou un projet de loi ou pourquoi pas une directive européenne. Sans cette perspective ambitieuse, mais nécessaire au droit des titres inscrits, nous n'aurions certainement pas entrepris notre étude.

Mais avant d'envisager un éventuel avenir législatif à ce texte, il nous faut commencer par le présenter. Aujourd'hui l'AFTI nous donne une première occasion de le faire; au nom de notre groupe de travail je la remercie ainsi que l'AEDBF et la FBF. Cette offre de loi a une histoire que notre

Président Marcel Roncin a rappelée; je vais donc seulement parler de la constitution de notre groupe. C'est à la suite de la conférence de 2004 qui commémorait 20 ans de dématérialisation des titres en France que M. le professeur Didier Martin et moi-même avons eu l'idée de constituer un groupe de réflexion se donnant pour but de redéfinir les fondements du droit des titres pour pallier ses insuffisances, en cohérence avec la pratique. Rapidement, trois autres professeurs, MM. Bonneau, Daigre, et Synvet, ont accepté de nous rejoindre.

Je voudrais tout de suite éclaircir un point que vous avez peut-être à l'esprit et qui est une question qui s'est posée à nous en 2007-2008. Fallait-il que nous joignons nos réflexions à celles des pouvoirs publics lors des discussions sur la préparation du projet d'ordonnance, ou bien devions-nous poursuivre nos réflexions séparément? Nous en avons parlé avec Mme la professeure France Drummond qui proposait de nous y associer, et nous l'en avons remerciée, mais nous avons décliné son offre. En effet l'objectif visé par notre groupe ne consistait pas tant à proposer des améliorations ponctuelles au projet en discussion qu'à reformuler de façon systématique et complète les concepts de base du droit des titres; notre but était de produire un texte susceptible d'avoir une portée européenne. De plus il me faut ajouter qu'au moment où l'ordonnance était en préparation notre réflexion sur l'offre n'était pas achevée. Malgré tout, le plus important est de constater que les convergences entre les deux textes l'emportent largement sur les divergences. Il faut à présent laisser aux parties concernées le temps de la

réflexion pour examiner si, quand et comment, l'offre de loi pourra être utilisée, intégrée dans un texte législatif.

Quel motif a justifié le lancement de ce projet ?

Nous avons pensé qu'il fallait doter le titre inscrit d'un modèle conceptuel, où pratique et droit seraient en parfaite cohérence. Prenons comme exemple l'expression « titre inscrit ». C'est une formule verbale qui se prête à toutes sortes d'interprétations:

- ▶ Pour les teneurs de compte-titres, les titres inscrits sont des *écritures* dans les comptes titres ouverts dans leurs livres.
- ▶ Pour l'intermédiaire habilité qui gère des titres déjà inscrits chez un émetteur, ce sont des *mentions* appelées "titres nominatifs administrés".
- ▶ Dans les systèmes de règlement/livraison, on parle de *comptes titres des adhérents*, et d'avoires.
- ▶ Tandis que dans les livres des Dépositaires Centraux, on comptabilise des *titres émis*.

Tous ces vocables expriment des aspects particuliers et techniques du travail quotidien des praticiens, mais aucun ne permet de savoir sans ambiguïté ce que sont les titres inscrits ni où ils sont. Ceci pourra surprendre, mais cependant la première et principale tâche de l'offre a consisté à définir le titre inscrit, à dire où il se trouve et où il ne se trouve pas. S'agit-il d'un excès de purisme? Certainement pas, mais argumenter conduirait trop loin.

Quoi qu'il en soit, et pour être sûr de proposer un texte juridique de portée générale et par là

européenne, il a fallu opérer un déplacement de vocabulaire par rapport au langage habituel. Par exemple, dans l'offre de loi, les expressions de « titre au nominatif », de « titre au porteur », de « titre au nominatif administré », ne sont plus utilisées tandis que d'autres termes sont introduits.

Les présentations de l'après-midi

Notre assemblée étant composée à la fois de juristes et de praticiens, donc de professionnels d'horizons différents, il était nécessaire de rendre les exposés accessibles à tous :

- ▶ Les juristes doivent connaître l'architecture des métiers et des fonctions des acteurs du post-marché des titres pour pouvoir y replacer les exposés que feront nos professeurs.
- ▶ Les praticiens doivent pouvoir retrouver, derrière le langage juridique, la réalité concrète de leurs activités. Notamment, ils doivent pouvoir discerner ce qui est nouveau et ce qui n'est que reformulation de notions qu'ils connaissent bien.

Dans mon exposé je m'attacherai à répondre à deux questions :

- ▶ Quels thèmes avons-nous retenus dans le périmètre de notre étude ?
- ▶ Et, sur quelle architecture du post-marché des titres, tant des métiers que des fonctions, nous sommes-nous appuyés ?

Puis je conclurai en rappelant deux perspectives envisageables pour cette offre de loi.

Quels sont les thèmes abordés par l'offre de loi ?

Ils sont regroupés en quatre ensembles :

- ▶ *L'inscription en compte titres* ;
- ▶ *La tenue du compte titres* ;
- ▶ *L'identification des propriétaires des titres donnant accès au capital* ;
- ▶ *L'émission et la transmission des titres*.

1. L'établissement du *titre inscrit en compte*

À l'évidence c'est la notion centrale, c'est la clé de voûte de l'offre de loi. Sur cette question la priorité a été d'affirmer fortement et d'emblée la conception française du titre inscrit. C'est-à-dire la prise de position pour un titre existant et

matérialisé par son inscription dans un compte titre. De cette position, il découle que l'offre de loi se prononce implicitement contre le concept de « Securities Entitlement », plus apparenté à un droit personnel qu'à un droit de propriété sur un bien réel.

Il était aussi nécessaire d'affirmer que le titre n'a pas, pour parler de façon imagée, d'autre domicile que le compte titre ouvert chez un teneur de comptes titres. Et qu'en dehors des teneurs de comptes titres, il n'existe pas de titres. Il n'existe que des mentions nominatives ou des informations comptables, notamment en ce qui concerne les comptes d'avoirs des adhérents dans les systèmes de règlement/livraison. Il fallait donc clarifier, à partir de quelques concepts simples, le statut du *titre inscrit* en compte. C'est le professeur Didier Martin qui nous exposera cette question qui correspond à la section 1 de l'offre de loi.

2. La sécurisation de la *tenue des comptes titres*

Cet objectif, je l'ai toujours connu chez les praticiens français. Il suffit de rappeler tout le travail déjà réalisé : l'appareil comptable mis en place depuis 1984, les différents systèmes de règlement/livraison, l'externalisation de la ségrégation des avoirs en titres, l'utilisation de la monnaie centrale dans les opérations de dénouement, ou encore le « Cahier des Charges » des teneurs de comptes titres et le Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Cependant il fallait, pour accroître encore la sécurité du dispositif de la tenue des comptes titres, caractériser ce contrat en cohérence avec l'idée que le titre inscrit est comme physiquement déposé chez le teneur de compte, et que celui-ci, véritable dépositaire des titres, n'a aucun droit sur les titres déposés par son client déposant. C'est le professeur Hervé Synvet qui nous présentera cette question qui correspond à la section 2 de l'offre de loi.

3. L'identification des *propriétaires de titres ouvrant droit au capital*

Une question vient à l'esprit : pourquoi avoir introduit ce chapitre dans l'offre de loi alors que le dispositif existant en France semble donner

entière satisfaction ? La réponse se trouve une fois de plus dans la visée européenne de l'offre de loi mais aussi dans la préoccupation de proposer un texte équilibré entre toutes les parties prenantes. Texte équilibré car il contrebalance notre prise de position, d'un côté, en faveur de la libéralisation de la détention pour compte d'autrui, par le renforcement, de l'autre, des droits de l'émetteur qui estimerait que les détenteurs de titres qui lui sont déclarés sont en fait des intermédiaires inscrits. Texte équilibré aussi car il contrebalance, sous certaines conditions, le droit dont dispose l'exécutif des sociétés à connaître l'actionnariat, par un droit de même nature, reconnu aux actionnaires détenant une part significative du capital. En rédigeant le texte, il ne nous a pas échappé qu'il pouvait ouvrir des débats difficiles. Mais voulant le situer dans un cadre plus large que le cadre français, il a paru nécessaire de proposer un texte équilibré. C'est le professeur Jean-Jacques Daigre qui traitera cette question qui correspond à la section 3 de l'offre de loi.

4. L'émission et le transfert des titres

Ce chapitre comporte deux volets :

- ▶ Le premier vise à donner une base légale au compte d'émission et d'autre part à séparer juridiquement les activités du Conservateur Central et des systèmes de règlement/livraison.
- ▶ Le second volet propose un mode de circulation des titres et de transmission de la propriété des titres, qui reprend la notion de transfert de propriété par virement mais exclut toute circulation électronique des titres dans les systèmes de règlement/livraison. C'est le professeur Thierry Bonneau qui nous présentera ces questions.

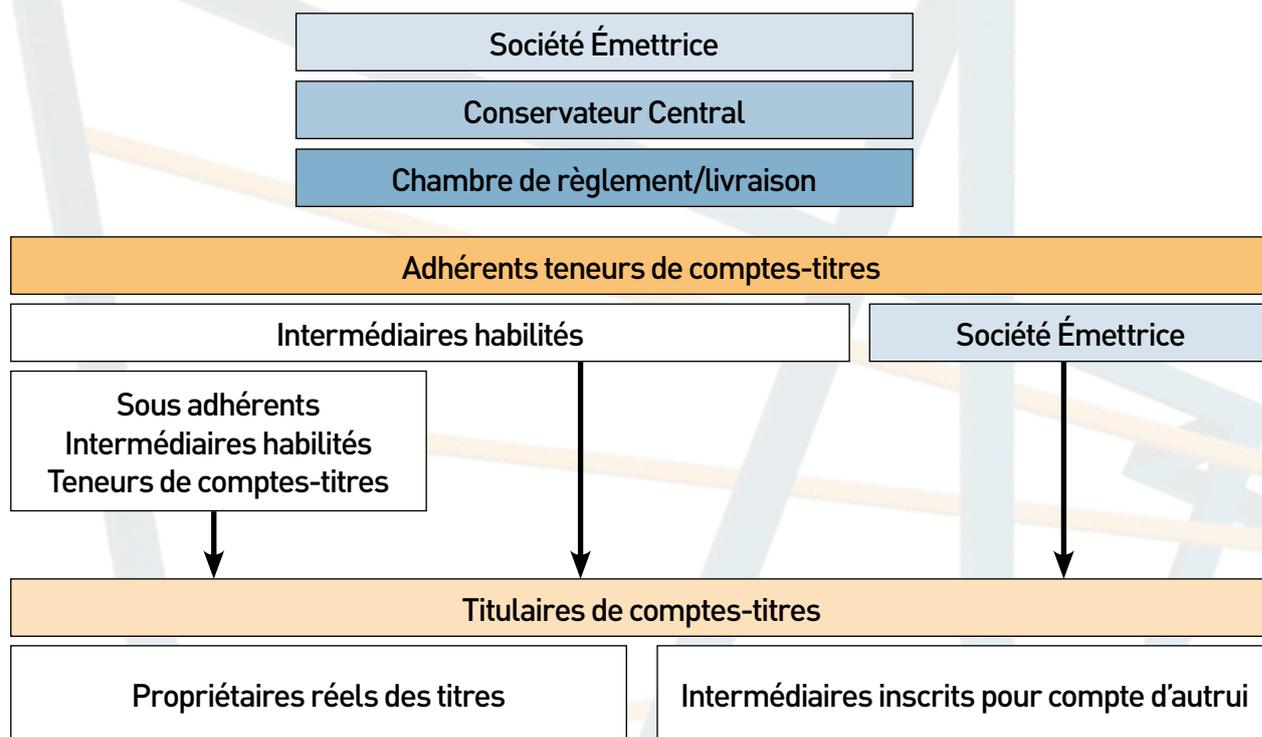
Sur quelle architecture du post-marché des titres, tant des métiers que des fonctions, nous sommes-nous appuyés ?

Cette architecture prend en compte d'une part les acteurs du post-marché, et de l'autre les grandes tâches ou fonctions qu'ils accomplissent. Elle est illustrée par deux schémas.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

Schéma 1 : les acteurs (Métiers)



Ce premier schéma, qui présente les acteurs, appelle plusieurs commentaires. Le premier saute aux yeux : on ne parle plus de Dépositaire Central mais de deux entités : le Conservateur Central d'une part et les chambres de règlement/livraison en charge des systèmes de règlement-livraison d'autre part.

En droit et dans la pratique, c'est une nouveauté par rapport à ce qui existe dans la plupart sinon dans la totalité des pays. Cette distinction, évoquée lors de la conférence de 2004, a été introduite dans l'offre de loi de la façon suivante :

- ▶ Le Conservateur Central, qui est unique au niveau national, se voit attribuer, dans le cadre d'un service d'intérêt général, les missions de conservation des comptes d'émission ainsi que de vérification, pour chaque émission, des règles de coïncidence du compte d'émission et du total des soldes des comptes ouverts dans ses livres aux chambres de règlement/livraison.

- ▶ Les chambres de règlement/livraison, quant à elles, se voient attribuer, notamment, l'activité de règlement/livraison qui sera en lien avec Target 2 Securities lorsque ce système sera opérationnel ; l'une des principales tâches des chambres de règlement/livraison est de délivrer à leurs adhérents, après dénouement, les instructions qui conditionnent les débits et les crédits dans les comptes titres des titulaires.

Du fait de cette séparation opérée dans les activités des actuels dépositaires centraux, le Conservateur Central voit donc son métier non plus axé sur la fourniture de services de règlement/livraison aux teneurs de compte, mais sur la gestion des émissions et sur les services aux émetteurs. Ses adhérents sont les émetteurs, les chambres de règlement/livraison, et tout Conservateur Central étranger.

Les juristes remarqueront, dans ce schéma, que l'adhérent d'une chambre de règlement/

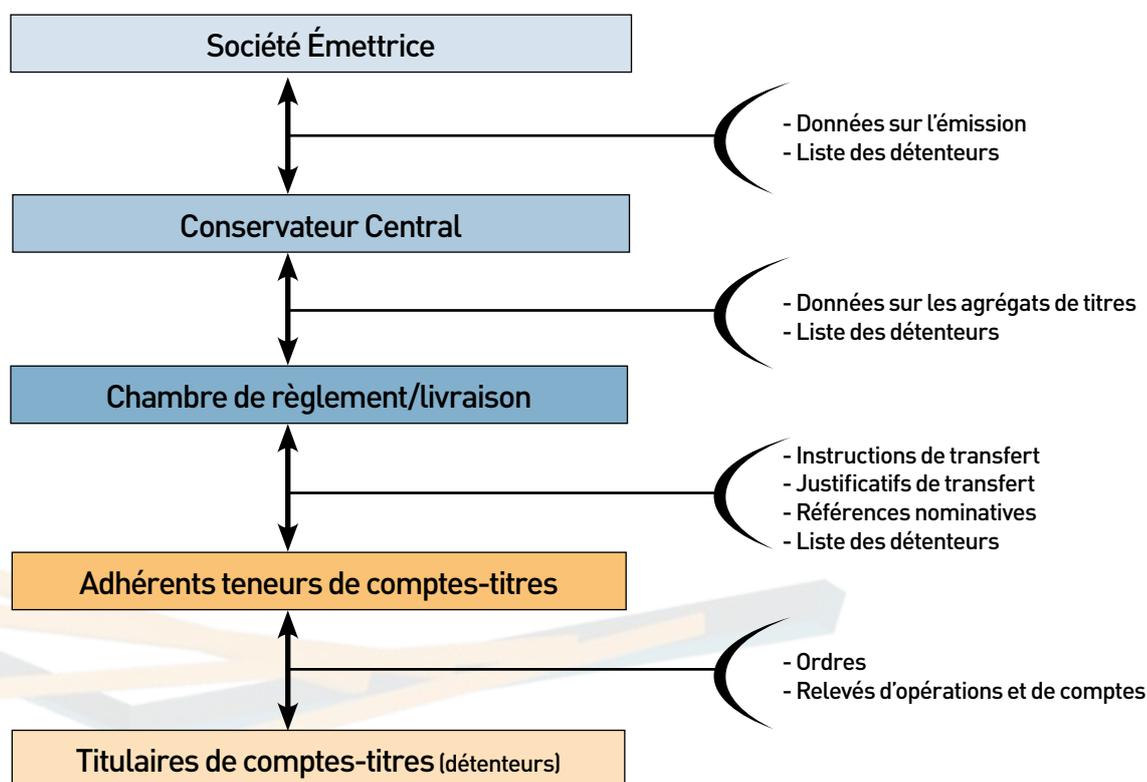
livraison désigne le teneur de compte titres, intermédiaire habilité, qui utilise directement les services des chambres de règlement/livraison tandis que le sous-adhérent désigne le teneur de compte titres qui n'utilise ses services que par la médiation d'un adhérent.

Le second schéma (p7) concerne la répartition des fonctions entre les différents acteurs et donc intéresse principalement les praticiens.

Deux points ressortent de ce schéma :

- ▶ D'abord, il reprend de façon très générale les schémas actuels des flux de données, à deux précisions près, qui sont liées à la séparation des fonctions du Conservateur Central et des chambres de règlement/livraison. La première réside dans le fait que les flux de données servant à l'identification des propriétaires parviennent aux émetteurs via le Conservateur Central seul en mesure, comme aujourd'hui, d'être le concentrateur de toutes

Schéma 2 : les fonctionnalités / flux d'informations



les informations. La seconde réside dans le fait que les flux d'informations relatifs à la tenue des comptes titres (en particulier pour les règlements/livraisons) parviennent aux émetteurs via les chambres de règlement/livraison.

- Le schéma montre ensuite que le Conservateur Central reçoit des chambres de règlement/livraison les données qui lui permettent d'assurer quotidiennement le contrôle des émissions. C'est ce qui est appelé, dans la deuxième bulle du schéma, "agrégats de titres".

À ce stade il est important de souligner que l'architecture fonctionnelle à laquelle est adossée l'offre de loi n'affecte pas les investissements faits par les teneurs de comptes titres en France, et devrait en outre rendre possible aux praticiens étrangers les comparaisons avec leurs propres architectures nationales. Il me faut enfin signaler que l'absence de

mention des chambres de compensation, du type LCH.Clearnet, s'explique simplement par le fait que ces chambres de compensation se rattachent davantage aux activités du marché lui-même qu'à celles du post-marché qui est le périmètre de notre projet.

Les perspectives de l'offre de loi

Pour terminer cette introduction, j'avancerai deux perspectives :

- La première consiste à faire connaître l'offre de loi en France en vue de lancer la discussion pour une éventuelle prise en compte, le moment opportun, dans un texte législatif. Dans ce but et en collaboration avec l'AFTI une série de rencontres a été planifiée pour présenter le texte aux professionnels et aux décideurs. Le chemin sera probablement long.
- La seconde perspective consiste à proposer et faire prendre en compte l'offre de loi au

niveau des groupes de travail qui élaborent le futur droit international des titres. Il s'agit là de la perspective ultime du projet, la seule qui ait un sens, car ce projet ne saurait pas être seulement une construction intellectuelle, fut-elle de belle facture.

La question de l'élaboration du droit international des titres m'amène pour terminer à évoquer l'intervention de Madame France Drummond qui a accepté de participer à cette conférence pour faire le point sur les travaux internationaux dont ceux d'Unidroit. En effet il nous a paru pertinent ici d'en avoir la présentation pour situer l'offre de loi dans une perspective internationale. Grâce à vous Madame, cela va être fait je vous en remercie vivement.

Je passe maintenant la parole au professeur Didier Martin.

Merci de votre attention. ■



L'inscription en compte-titres

par **Didier R. Martin**,
Agrégé des facultés de droit
Professeur émérite

« Les titres financiers, émis en territoire français et soumis à la législation française, sont inscrits dans un compte-titres... »¹. En réalité, la présente offre de loi ne concerne (article 1^{er}) que les valeurs mobilières telles que définies à l'article L. 228-1 du code de commerce.

Ainsi, l'inscription en compte des valeurs mobilières s'est substituée à leur édition antérieure en papier. Pour exprimer cette évolution, la pratique a cru pouvoir parler de « dématérialisation », ce qui est une grave erreur de jugement. Car ce qu'opère la loi de 1981², c'est une scripturalisation des valeurs mobilières, c'est-à-dire leur mise en forme d'écritures en compte-titres : où il faut voir non pas une disparition de toute matérialité, mais, une simplification formelle, un pur allègement de matérialité³.

Fille de l'informatique, l'inscription en compte des valeurs mobilières relève donc d'une merveilleuse révolution technique, mais elle participe, en réalité, d'une continuité juridique remarquable : la valeur mobilière qui tenait son existence juridique de la vignette fiduciaire où elle s'imprimait, tient maintenant cette existence de l'écriture où elle s'incarne. Car la raison qui avait commandé, hier, de matérialiser la valeur par un titre de papier n'a évidemment pas disparu ; c'est elle qui commande encore,

aujourd'hui, que la valeur ne soit pas, comme la part sociale, réduite à une existence abstraite, incorporelle, mais qu'elle soit, au contraire, matérialisée par une écriture en compte.

L'objet même de l'inscription en compte-titres de la valeur mobilière est précisément de formaliser cette valeur par une écriture qui remplace la vignette de jadis ; de sorte que cette inscription remplit cumulativement trois offices : elle est un vecteur de mobilité, un critère de qualification et un indice d'appartenance.

L'inscription en compte comme vecteur de mobilité

Pour comprendre la nécessité d'une formalisation de la valeur mobilière – par une vignette jadis, une écriture aujourd'hui – il suffit de considérer comment, à défaut, s'opérerait sa cession. On en a une illustration parfaite avec la part sociale. Dépourvue de tout formalisme existentiel – ce pourquoi elle n'est pas une valeur mobilière –, la part sociale demeure en l'état d'un droit abstrait, incorporel par nature. Or, la cession d'un droit incorporel est vouée, par hypothèse, à ne pas laisser de trace vérifiable. Tel est le cas de la cession, solo consensu, d'une part sociale : rien n'indique objectivement que la cession a eu lieu et quand elle a eu lieu. Aussi

ce défaut d'empreinte est-il générateur d'un double risque grave : il est de nature à susciter, d'une part, entre les parties, toutes sortes de contestations et, pire encore, d'autre part, vis-à-vis des tiers, toutes sortes de fraudes sur la réalité, le contenu ou la date de la cession. Le droit ne peut évidemment pas laisser prospérer un tel gisement de désordres. D'où les formalités probatoires et d'opposabilité auxquelles est soumise la cession de parts sociales : rédaction d'un écrit⁴, signification au siège social, et publicité au RCS⁵.

On devine qu'un tel appareillage est inconcevable pour des valeurs mobilières destinées à des négociations anonymes et fulgurantes sur des marchés planétaires. D'où la nécessité de les soumettre, en amont, ab initio, dès leur naissance, à un traitement juridique qui les rende aptes à une circulation aussi rapide et sûre qu'infinie. Comment concevoir un tel traitement ? Tout simplement par référence aux choses dont la négociation est universellement la plus simple : les choses mobilières corporelles (ou matérielles).

En effet, de telles choses – à l'instar de tomates sur un marché – se cèdent par simple remise ou enlèvement, avec la parfaite sécurité juridique que confère la règle qu'« en fait de meuble pos-

1. Code monétaire et financier, article L. 211-3.

2. Loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981, article 94 alinéa 2 ; texte repris dans l'article précité.

3. C'est ce qu'expriment l'AFTI et la FBF dans un document où elles soulignent comme « principe majeur » que « l'inscription en compte matérialise la propriété des actions » (réponse conjointe de l'AFTI et de la FBF à la deuxième consultation de la Commission européenne relative à l'élaboration d'un régime approprié encadrant les droits des

actionnaires - Juillet 2005).

4. Com. - 7 avril 2009, 08-15.593, D.2009, A.J. p.1204, note Alain Lienhard ; JCP G 2009, Panorama, n° 1860, p.46 ; Rev. Lamy droit des affaires 2009, n° 39, Actualités, n° 2330, p.15-16, note Audrey Faussurier.

5. Code de commerce, articles L.221-14 et L.223-17.

session vaut titre »⁶. La voie est donc ainsi tracée : l'action et l'obligation doivent être mises dans un état formel qui permette d'en aligner la négociation sur celle des biens meubles corporels. C'est précisément ce que réalise l'inscription en compte qui enrobe la valeur d'une gangue scripturale et la dote ainsi du vecteur corporel de mobilité⁷ indispensable à sa circulation simplifiée⁸. D'où la nécessité de préciser, à l'article 2 de l'offre de loi, que cette inscription est obligatoire, ce qui en fait, du même coup, un critère.

L'inscription en compte comme critère de qualification

À l'instar de l'article L 211-3 du code monétaire et financier, l'offre de loi énonce, au début de l'article 2 que « Les valeurs mobilières ne sont matérialisées et n'existent que par une inscription en compte-titres ». L'inscription en compte est donc clairement érigée en critère de qualification de la valeur mobilière : l'action ou l'obligation n'accède en effet au statut de valeur mobilière que si elle a donné lieu à sa scripturalisation par voie d'inscription en compte. La valeur mobilière n'existe que si elle est matérialisée par une écriture en compte-titres. C'est cette écriture en compte qui incarne la valeur et vérifie son existence⁹. De là trois observations :

► Première observation : une certaine analogie peut être établie avec la matière des actes juridiques quand l'exigence d'un écrit est requise aussi pour la validité d'un acte. Toutefois, une forte différence est, qu'ici, l'écriture n'est pas déterminante de la régularité d'un acte, mais de la qualification d'un droit : le droit souscrit n'est action ou obligation que s'il a fait l'objet d'une inscription au compte-titres du souscripteur. La sanction encourue pour défaut d'inscription n'est donc pas la nullité, c'est pire encore : l'inexistence de la valeur mobilière.

► Deuxième observation : il en résulte, comme corollaire, qu'avant son inscription en compte, le droit émis par la société n'est pas une valeur mobilière. Dès lors que le critère de son inscription en compte n'est pas satisfait, le droit considéré (de capital ou de créance) n'est éligible ni à la qualification d'action, ni à celle d'obligation.

Il faudra, certes, trancher de la situation créée par un droit souscrit mais non encore inscrit : la seule certitude est que cette situation ne peut bénéficier de l'effet constitutif de l'écriture. La souscription d'une action, par exemple, crée certes à l'émetteur une obligation de l'inscrire ou de la faire inscrire en compte-titres. Mais, jusque-là, le souscripteur n'est pas actionnaire puisque l'action n'existe pas encore¹⁰. Est-il, du moins, associé ? En tout cas ce serait, au mieux, un associé quasi impuissant puisque non encore investi des prérogatives que confère la valeur mobilière inscrite¹¹.

► La troisième observation, et second corollaire, sont que l'inscription en compte-titres n'a lieu qu'une seule fois et définitivement pour chaque valeur mobilière. Ce qui est fait n'étant plus à faire, la valeur mobilière inscrite n'est plus susceptible de l'être à nouveau. D'où il faut conclure que toute autre prise en compte d'une valeur mobilière inscrite ne relève que de la pure figuration comptable et qu'elle est dépourvue de toute valeur substantielle. Soyons précis ; les valeurs mobilières font, en gros, l'objet de trois niveaux d'enregistrement : dans les comptes-titres de leurs détenteurs, dans les comptes des teneurs de comptes-conservateurs auprès des chambres de règlement/livraison, et dans les comptes de ces dernières auprès des conservateurs centraux. Si bien que l'on a pu s'interroger sur le point de savoir où se trouvent finalement

les valeurs : c'est la question de leur localisation. Or, la réponse ne fait pas de doute : les valeurs mobilières ne peuvent se trouver qu'au bas de la pyramide, dans les comptes primaires de leurs détenteurs, seuls comptes à constituer des comptes-titres ; c'est cette exclusivité qu'exprime l'article 6 de l'offre de loi.

C'est dans ces comptes-titres que les valeurs mobilières doivent être inscrites pour exister et qu'elles doivent demeurer pour survivre. Certes, elles peuvent circuler, mais seulement de comptes-titres à comptes-titres, cesdits comptes formant les réceptacles effectifs, exclusifs et définitifs des valeurs mobilières. Comme l'indique l'article 6 de l'offre de loi, tous autres enregistrements de valeurs mobilières, à un ou plusieurs degrés subséquents, ne constituent pas des inscriptions en compte au sens de la loi. Il s'agit de pures mentions comptables de flux ou de stocks d'avoirs à jamais captifs des comptes-titres de base.

Il en résulte que les chambres de règlement/livraison ne détiennent pas les valeurs mobilières comptabilisées dans leurs livres aux noms des teneurs de comptes-conservateurs ; pas davantage un conservateur central ne détient les valeurs enregistrées, en partie double, dans les comptes d'émission d'une part, et les comptes de ses adhérents d'autre part. De sorte que le code monétaire et financier se fait superfétatoire lorsqu'il énonce, à l'article L.211-11, alinéa 1, qu'« aucune saisie, même à titre conservatoire, n'est admise sur les comptes ouverts auprès d'un dépositaire central » : évidemment puisqu'il n'y a rien à saisir chez lui ! les écritures qu'il tient ne sont que des sommations comptables dépourvues de toute substance patrimoniale saisissable. Elles ne valent même pas, d'ailleurs, comme indices d'appartenance.

6. Code civil, article 2276 (ancien article 2279)

7. F.-X. Lucas parle de « véhicule » : Editorial, Bull. Joly Sociétés, sept. 2009, p.721.

8. D.R.Martin Du corporel, D. Affaires 2004, Chron. p.2285, n° 8 et suivants.

9. En ce sens : D. R. Martin, De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux), D.1996, chron. p.47. ; valeurs mobilières : défense d'une théorie, D ; Affaires 2001, Chron. p.1228.

10. On oppose que « s'il est possible de subordonner la négociabilité à une inscription

en compte, n'est en cause que l'apparition de ce véhicule du droit qu'est la valeur mobilière mais pas le droit lui-même qui existe indépendamment de l'inscription » (F.-X. Lucas, loc. cit.). Il s'agit là d'un péché d'incrédulité, appuyé par certaines dispositions attardées et obsolètes du code de commerce ; l'inscription en compte ne peut être réduite à une option, car un même titre financier ne doit pas prospérer dans des états d'achèvement différents : il doit être tout ou il n'est rien !

11. En ce sens, v. l'offre de loi, article 6.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

L'inscription en compte comme indice d'appartenance

Du fait de leur inscription en compte-titres, les valeurs mobilières sont, d'une certaine manière, toutes devenues nominatives. Elles sont du moins attribuées, en sorte que l'inscription agit comme un indice d'appartenance des valeurs scripturalisées. En vérité, cette fonction d'indice s'attache moins à l'écriture elle-même qu'au compte où elle figure. Comme pour la monnaie scripturale, la scripturalisation des titres financiers s'entend, en effet, de leur inscription en compte : compte monétaire, ici ; compte-titres, là. Or, la technique du compte a toujours la même vertu¹² : celle d'éviter la confusion des avoirs par un cloisonnement des actifs individuels.

Il est donc important qu'un compte-titres individuel soit ouvert au nom de chaque détenteur de titres, ou un compte collectif, joint ou indivis, en cas de codétenteurs, comme le prescrit l'article 3 de l'offre. L'intitulé d'un compte-titres permet ainsi de poser, au profit du titulaire désigné – sauf s'il s'agit d'un intermédiaire inscrit déclaré¹³ – une présomption de propriété des valeurs qui y figurent : l'article 4 de l'offre y pourvoit. Il convient cependant d'éclairer ce préjugé.

Il s'agit, clairement, d'une présomption simple. Elle n'en constitue pas moins un puissant avantage probatoire qui tire sa vraisemblance et sa légitimité d'un pur fait juridique : la possession. On pourrait alors s'étonner que la possession, fait matériel par définition¹⁴, puisse ainsi fonder la présomption de propriété d'un droit incorporel : le droit de l'actionnaire ou de l'obligataire. Mais ce serait oublier que pour accéder au statut de valeur mobilière, ce droit a dû subir une mise en forme scripturale qui lui imprime une matérialité d'emprunt : celle de l'écriture. Or, par cette corporalité de placage, immanente à sa notion, la valeur mobilière se prête idéalement à la possession : le titulaire d'un compte-

titres possède bien en effet, physiquement, les écritures qui y sont portées et donc les valeurs qu'elles informent. Qu'une telle possession légitime une présomption de propriété n'a donc rien d'incongru : il s'agit d'une solution de bon sens inspirée de l'article 2276 du code civil¹⁵.

Du reste, l'énoncé même de la présomption semblerait inutile puisque l'article 2276 du code civil suffit à régler les conflits d'appartenance des biens meubles corporels ou corporalisés. Mais on aurait pu douter de l'application de ce texte à des valeurs mobilières qu'on prétendrait réduites à des droits incorporels depuis leur pseudo-dématérialisation ; car le texte postule une possession à laquelle le droit incorporel échappe par nature. Aussi n'est-il pas superflu de poser une telle présomption de propriété à laquelle s'attache, en l'occurrence, un double mérite. D'une part, elle signale bien que les valeurs mobilières scripturales n'ont pas cessé de relever de la matérialité des choses corporelles sujettes à possession ; d'autre part, elle constitue une solution minimale, suffisante en général, mais non exclusive, le cas échéant, de la règle que possession vaut titre. Où se vérifie que la scripturalisation des valeurs mobilières s'est quasiment opérée à droit constant.

Questions de la salle

► *Peut-on dire que c'est un acte de propriété ?*

Réponse de Didier R. Martin

Non, c'est une preuve de propriété, enfin une preuve de présomption de propriété. Le relevé, c'est la projection de la réalité juridique existante, qui est constituée par des valeurs mobilières inscrites dans un compte à son nom. Pour en justifier, pour en témoigner, vous me procurez un relevé, qui est l'aveu par vous que j'ai bien ces actifs entre vos mains. C'est un instrument de preuve, il n'a pas de valeur juridique autre que probatoire bien sûr. Ce n'est pas un instrument de propriété.

Ce qui est l'instrument de propriété, c'est la présomption de propriété qui résulte du seul fait qu'à mon nom soient inscrites des valeurs mobilières dans un compte-titres détenu par vous ou par l'émetteur. Donc c'est un instrument probatoire, ça n'est pas autre chose. La discussion reste ouverte.

► *Vous partez du principe selon lequel, sur les valeurs dont vous parlez, c'est plutôt un Conservateur Central qui serait le garant de l'émission future. En gros, aujourd'hui, un certain nombre de valeurs mobilières, principalement les OPCVM, ne sont pas admises chez un Conservateur Central. Il n'empêche qu'elles sont bien inscrites chez mon banquier, qui est un teneur de compte.*

Réponse de Didier R. Martin

Ce ne sont pas des valeurs mobilières.

► *Selon les textes, il s'agit bien de valeurs mobilières*

Réponse de Didier R. Martin

Oui, elles sont traitées comme telles, par assimilation, mais ce ne sont pas génétiquement des valeurs mobilières. De même pour les parts de FCC, on vous dit que ce sont des valeurs mobilières, mais c'est par assimilation, ce ne sont pas des valeurs mobilières au sens génétique du terme.

Les textes sur le sujet sont approximatifs, d'où l'intérêt d'introduire de la clarification, j'espère qu'on y contribue un petit peu. Nous avons des textes qui expriment des notions qui n'ont pas été théorisées suffisamment en amont et qui emploient un vocabulaire naturellement, approximatif qui fait qu'on rencontre en effet des anomalies de ce type.

► *Une Société à Capital Variable émet bien des valeurs mobilières...*

12. D.R. Martin, « L'idée de compte », *Mélanges AEDBF - France*, t. II, 1999, p.285

13. Offre de loi, article 4.

14. Contrairement à une opinion à la mode, les choses incorporelles sont insusceptibles de possession ; ainsi des créances, dont ce qu'on tient pour une possession n'est, au mieux, qu'une apparence de titularité : à exercer la créance d'autrui, on ne la possède

pas, on donne à croire qu'on en est titulaire ; faute de possessoire, cet exercice ne sollicite que le pétitoire.

15. D.R. Martin, *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, D. 1998, chrton. p ; 15, § I-B.

Réponse de Didier R. Martin

Le critère de la valeur mobilière c'est l'émission en série. Dès lors que vous pouvez émettre à l'unité ça n'est pas une valeur mobilière, ça n'est pas possible.

► *C'est un autre débat qui mérite éclaircissement.*

Réponse de Didier R. Martin

Tout à fait, c'est un autre débat. Ce sont des questions terminologiques qui reposent sur des notions fluctuantes qui n'ont pas encore été parfaitement séparées les unes des autres. Nous sommes à un stade intermédiaire de recouvrement de vocabulaire.

► *Dans votre logique quand nous entrons dans un projet de texte il faut entrer dans la logique du concepteur. L'action de la SICAV est un titre représentatif des valeurs mobilières qui seraient créées ailleurs. Mais elle n'est pas en soi dans cette logique-là une véritable valeur mobilière. Quand vous nous parlez de génétique, cela veut dire que ce n'est pas la même valeur mobilière.*

Une valeur mobilière peut être réduite à une créance qui a vocation à circuler par mobilisation, c'est-à-dire par procédure de cession de créance, donc c'est un genre. Et ce genre a été typé, notamment par le droit des sociétés par des caractéristiques dans l'émission. Donc on peut couvrir du vocable « valeur mobilière » de nombreuses créances, on parle bien de « crédit par mobilisation », il y a du mobilier partout.

Une question non pas sur les comptes titres mais sur les autres comptes : quels sont ces comptes ? Quel est leur statut juridique ? Ils sont très importants, car si la propriété se manifeste bien dans un compte titres, si les autres comptes ne sont pas correctement tenus il se peut très bien que le titulaire du compte titres ait moins de droits qu'il n'en devrait avoir puisque justement dans les autres comptes il n'y a pas assez de titres. Donc les autres comptes restent primordiaux.

Réponse de Didier R. Martin

Ce sont des sommations comptables, le mot « compte » est doué d'une polysémie formidable, on peut l'appliquer à plusieurs choses. Ce que vous évoquez par exemple : les comptes des teneurs de compte auprès des chambres de règlement/livraison. Ils enregistrent en effet des lignes d'actifs correspondant à ceux dont sont titulaires les titulaires initiaux chez chacun des Teneurs de Compte Conservateurs. Mais nous n'avons ici qu'une sommation comptable, c'est-à-dire la récapitulation comptable de ce qui existe dans les comptes des titulaires fondamentaux chez les Teneurs de Compte Conservateurs. Ce sont des comptes de sommation, ils n'ont aucune substance, il n'y a pas de valeurs mobilières ce n'est qu'une comptabilité.

Si chez le Dépositaire Central il y a un nombre de titres correspondant à l'émission qui est inférieur à celui qui ressort de la sommation, il s'est passé quelque chose, il y a une anomalie quelque part. Elle peut se faire au préjudice des titulaires fondamentaux parce que des titres ont pu disparaître ou parce qu'il y a moins de titres que le total des droits semblerait l'indiquer. Nous savons ce que fait la loi dans ces cas-là, en cadre d'instance judiciaire, il y a un écrêtage proportionnel sur chacun des comptes. Cela fait partie des anomalies mais vous ne pouvez pas tenir ces anomalies comme un mode ordinaire de raisonnement.

Pour répondre à votre question, ces comptes sont des comptes de contrôle, des comptes de sommation, de totalisation, mais pas des comptes d'avois au sens où l'actif est en compte. Il n'est en compte que dans les comptes titres, tout le reste est de la totalisation comptable. Qu'on soit au deuxième, troisième, quatrième degré, c'est de la représentation comptable, mais pas de l'inscription en compte de valeur mobilière. Simplement nous avons les mêmes mots « compte », les mêmes mots « inscription », pour parler de ces différentes étapes. C'est l'infirmité de la langue française sur ce plan-là, très peu de mots expriment des choses qui sont de nature différente. Votre question est une question capitale évidemment, j'espère vous avoir éclairé un peu.

► *Au quotidien, puisque nous parlons de situation normale, les comptes, qu'ils soient comptes titres ou autres, fonctionnent de la même façon. Tel que je vous comprends, la seule chose qui change c'est que le titulaire du compte titres, tel que vous le définissez, a la propriété sur les instruments qui sont en compte, ce qui n'est pas le cas pour les autres comptes.*

Réponse de Didier R. Martin

Il n'y a rien qui ressemble plus à un compte titres qu'un compte de sommation. C'est pour cela que nous avons le même instrument, la même méthodologie, pour constater des états différents d'une même chose. L'état corporel, initial, patrimonial, c'est le compte titres de base, et l'état purement comptable, qui va fonctionner de la même manière, ce que je déduis ici je le déduis là etc.

Ce qui est important, et ce sur quoi il faut réfléchir, c'est prendre l'exacte conscience du partage juridique qui s'opère entre les différentes étapes et entre les différents comptes. Il y en a un qui est un compte d'avois au sens où ce qu'il contient c'est la matière vive qui est possédée, et les autres sont des comptes de pure mémorisation, de pure comptabilité, de pure sommation, c'est cela l'importance juridique.

Le juridique vient ainsi dresser une démarcation dans les choses qui paraissent, vues de l'extérieur, être totalement identiques et parfaitement fongibles. C'est l'intérêt de la tentative d'explication de cette après-midi.

► *On pourrait faire le parallèle entre le relevé de compte qu'on transmet aux clients et le certificat nominatif qui était donné autrefois et qui n'avait strictement aucune valeur juridique non plus, c'était un papier que l'on donnait au client pour le conforter dans son idée qu'il avait bien des titres inscrits en compte. C'est la première chose.*

Ma question porte sur l'article 4 : vous dites qu'il y a une présomption simple de propriété, il y a quand même un certain nombre de cas dans la jurisprudence actuelle, qui

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres



semble avoir été confortée par l'ordonnance de janvier 2009, selon laquelle l'inscription en compte vaut présomption irréfragable de propriété vis-à-vis des tiers, et présomption simple entre parties.

Ce n'est d'ailleurs que le régime jurisprudentiel de l'ancien article 2279, aujourd'hui 2276, du Code Civil. Pourquoi dans cet article 4, ne pas avoir remis tout simplement, comme Paul Didier l'écrivait à l'époque, « en fait de valeur mobilière inscription vaut titre » ? La jurisprudence aurait refait la distinction entre la présomption irréfragable vis-à-vis des tiers et la présomption simple entre parties. Cela aurait peut-être été plus clair.

Réponse de Didier R. Martin

Nous étions quatre, je n'ai pas imposé mes vues. C'est ce que j'aurais souhaité voir figurer, mais la formulation n'a pas eu l'agrément de tous, ce que je comprends. En vérité, je crois que tout est inclus dans notre formulation, mais j'aurais par ma part souhaité une rédaction plus directe et plus franche, vous prêchez un convaincu.

► *Est-ce qu'une action ou une part d'OPCVM est un titre financier ? Je sais ce qu'il en est aujourd'hui mais je ne sais pas ce qu'il en est dans votre conception. Si c'est un titre financier, pourquoi parler de compte titres et non pas de compte de valeur mobilière ?*

Réponse de Didier R. Martin

C'est un titre financier, il n'y a pas de doute, la loi le range dans les titres financiers. Titre financier est une appellation générique, plus large que valeur mobilière, ce sont finalement tous les actifs scripturalisés hors la monnaie naturellement, puisqu'on nous dit « les titres financiers sont traduits par une écriture en compte ». Autrement dit, la définition du titre financier, c'est un actif financier scripturalisé. Dans cette gamme très large nous pouvons avoir des sous-catégories, et la valeur mobilière, qui continue d'ailleurs d'être définie dans le Code de Commerce, constitue une sous-catégorie des titres financiers. Alors l'appellation compte titres vaut pour tous les titres financiers : pour la valeur mobilière, comme pour le certificat de dépôt, ou comme pour la part de FCP. Elle doit être inscrite en compte donc elle correspond bien à la notion d'actif financier scripturalisé. Le compte titres est celui qui constitue le réceptacle des titres financiers, étant entendu que la valeur mobilière est une sous-catégorie de titres financiers. Cette sous-catégorie se caractérise par des traits qui n'appartiennent qu'à cette catégorie des valeurs mobilières.

On ne peut pas mettre sur le même plan un certificat de dépôt et une obligation, par exemple, je pourrais prendre le temps d'illustrer pourquoi, mais il y a des différences juridiques radicales entre l'un et l'autre qui font qu'un certificat de dépôt ou un billet de trésorerie ne seront jamais

des valeurs mobilières. Donc ce vocabulaire paraît relativement pertinent.

► *Pourquoi se limiter aux valeurs mobilières et non pas, comme cela a été fait dans l'ordonnance de 2002, aux instruments financiers ? Dans les propos que vous avez tenus il ne me semble pas qu'il y ait véritablement de spécificités particulières...*

Réponse de Didier R. Martin

La section première a une vocation un peu universelle, susceptible de concerner tous les titres financiers. En revanche la détermination des titulaires, des actionnaires pour la société émettrice, ne concerne que les valeurs mobilières. Autrement dit, nous avons un propos qui est centré sur les valeurs mobilières parce que, si la première section a une vocation peut-être un peu plus générale puisqu'elle est notionnelle et qu'elle se raccorde aux comptes titres, les sections suivantes sont plus spécifiquement relatives aux relations entre l'émetteur précisément et les souscripteurs de ces actions, ou de ces obligations, et c'est assez typique des valeurs mobilières, cela ne concerne pas les autres titres financiers.

► *L'inscription en compte matérialise la propriété. Je comprends tout à fait que la fonction notariale va être au niveau du teneur de compte. Est-ce que vous avez fait une étude de droit comparé puisque dans le reste du monde cette fonction notariale est exercée par les Dépositaires Centraux ?*

Selon vous, il n'y a rien en matière d'appartenance, de propriété du titre au niveau du Dépositaire Central dans l'offre de loi et c'était déjà un peu la doctrine en France, mais comment est-ce que vous allez réconcilier cela avec le reste du monde où la propriété est reflétée au niveau du Dépositaire Central ?

Réponse de Didier R. Martin

Nous avons de brillants internationalistes dans ce panel, vous reposerez la question dans quelques instants soit à mon collègue Hervé Synvet, soit à notre collègue France Drummond. ■



La tenue de compte conservation

par **Hervé Synvet**,

Agrégé des facultés de droit

Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)

« *Nous avons besoin d'un droit des titres robuste* » : on pouvait lire cette affirmation dans une lettre adressée en janvier dernier par Madame Christine Lagarde, ministre français de l'économie et des finances, au commissaire européen Charlie McCreevy. L'affaire Madoff était alors au premier plan de l'actualité et le ministre pressait la Commission d'entreprendre une action pour le renforcement de la sécurité des investisseurs. Cette sécurité passe, notamment, par la mise à la charge des teneurs de comptes conservateurs d'obligations strictes. Tel est précisément l'objet de la section II du projet qui vous est présenté.

Avant de voir ce que l'« offre de loi » pourrait apporter, il faut évidemment dresser un état des lieux. Celui-ci tient en quelques propositions :

- ▶ peu de droit communautaire ;
- ▶ quelques dispositions dans le Code monétaire et financier ;
- ▶ un chapitre entier du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

De fait, en droit communautaire, la directive MIF utilise la notion de « *service auxiliaire* ». Son annexe I, section B, par. 1, y inclut la « *conservation et [l']administration d'instruments financiers pour le compte de clients, y compris la garde et les services connexes* ». Cela correspond à ce que nous appelons en France la tenue de compte conservation. La fourniture de ce service auxiliaire déclenche, dans la directive, un certain nombre de conséquences : le bénéfice de la liberté d'établissement et de la liberté de prestation de services pour les entre-

prises d'investissement concernées, si certaines procédures sont observées ; l'applicabilité de règles de conduite dans les rapports avec la clientèle (art. 19). Mais la directive demeure silencieuse sur la mécanique de la tenue de compte conservation.

Dans le Code monétaire et financier, les dispositions essentielles figurent à l'article L. 542-1. C'est ce texte qui détermine les personnes habilitées à mener les activités de conservation et d'administration des instruments financiers. C'est le même article qui soumet les intermédiaires habilités aux obligations législatives et réglementaires et aux règles de conduite et de sanction prévues pour les prestataires de services d'investissement. Est ainsi opéré un renvoi au chapitre III du livre V du Code monétaire et financier, et en particulier à son article L. 533-1 qui impose aux prestataires d'« *agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché* ». Mais il ne faut pas chercher davantage : il n'y a, dans le Code monétaire et financier, aucun dispositif technique sur la tenue de compte conservation. Pour le trouver, c'est vers le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers qu'il convient de se tourner. Tout un chapitre y est consacré : le chapitre II du titre II du livre III. Celui-ci comporte notamment un paragraphe, substantiel, intitulé « *Relations avec les clients* ». Les obligations du teneur de compte conservateur vis-à-vis de sa clientèle y sont déclinées et détaillées, au premier rang desquelles les obligations de conservation et de restitution.

Ce dispositif semble aujourd'hui fonctionner de manière satisfaisante. Pourquoi, dans ces conditions, envisager de faire œuvre nouvelle ? Une première raison est que le régime existant ne concerne que les teneurs de comptes conservateurs au sens de l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier. Il laisse de côté les émetteurs qui n'ont pas procédé à une offre au public de titres. En simplifiant, on dira que l'essentiel du secteur non coté échappe à l'encadrement de la tenue de compte conservation. Cette césure peut paraître regrettable, spécialement à une époque où, par l'effet de l'ordonnance du 8 janvier 2009, la distinction des titres au porteur et des titres nominatifs est abolie.

Une seconde raison est plus théorique : à considérer d'un peu près le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, on constate que l'AMF y édicte des règles de droit civil. Qu'est-ce d'autre, en effet, qu'une disposition aux termes de laquelle « *Le teneur de compte conservateur a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte, dans ses livres* » (art. 322-4, 3°, RGAMF). Or, le fondement juridique d'une telle intervention de l'AMF est fragile. L'article L. 621-7 du Code monétaire et financier dit bien que le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers détermine « *les conditions d'exercice des activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers par les personnes morales qui effectuent des opérations d'offre au public de titres financiers ou d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et les intermé-*

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

diaires habilités à ce titre dans les conditions fixées à l'article L. 542-1 ». Mais on peut penser que cette habilitation concerne plutôt les règles professionnelles encadrant l'activité des teneurs de comptes conservateurs que leurs obligations civiles. Aussi bien, selon l'article 34 de la Constitution, le régime des obligations civiles et commerciales ressortit au domaine de la loi. Il peut donc paraître plus conforme à notre organisation des pouvoirs d'introduire dans la loi les principales obligations du teneur de compte conservateur à l'égard de ses clients, c'est-à-dire de ses cocontractants.

La troisième raison est d'opportunité. Remonter au niveau législatif les obligations essentielles du teneur de compte conservateur est de nature à leur assurer une meilleure visibilité. Ce peut être une anticipation sur la formation d'un droit communautaire en la matière, qui utilisera très probablement le vecteur de la directive. Tout ceci, naturellement, sans préjudice du pouvoir qui serait abandonné aux autorités de marché à l'effet de compléter la loi, sur certains points techniques, par une réglementation plus détaillée. Telle est en tout cas la voie dans laquelle se sont engagés les auteurs de l'« offre de loi » et qui a trouvé sa concrétisation dans la section II du projet.

Pour rendre compte de son contenu, on envisagera successivement :

- ▶ la nature des règles posées ;
- ▶ la nature de la relation juridique unissant le teneur de compte conservateur à son client ;
- ▶ les obligations de teneur de compte conservateur ;
- ▶ l'intervention de tiers délégués par le teneur de compte conservateur.

La nature des règles

Les règles proposées ont clairement la nature de règles de droit civil (ou de droit commercial). L'offre de loi ne prétend pas produire du droit professionnel.

On le voit à la détermination des bénéficiaires des obligations mises à la charge du teneur de compte conservateur : ce sont les clients, en ce qui concerne les intermédiaires, ou les

actionnaires, lorsque le teneur de compte est l'émetteur. Ce n'est pas le marché. Et les obligations prévues sont typiquement de celles qu'on rencontre en droit des contrats : obligation de conservation, obligation de rendre compte.

On observe, dans le même sens, que l'élément déclencheur n'est pas l'appartenance à une profession réglementée, mais la tenue d'un compte-titres. L'article 7 de l'offre de loi vise « l'émetteur qui tient un compte de valeurs mobilières », « l'intermédiaire habilité qui tient un compte de valeurs mobilières ». Concrètement, il s'agit, non seulement des personnes énumérées à l'article L. 542-1 du Code monétaire et financier, mais également de tous les émetteurs qui tiennent des comptes titres sans relever de la réglementation professionnelle applicable à la conservation de titres.

À ce stade, une question reste ouverte, qui est celle des obligations des dépositaires d'organismes de placement collectif. Aujourd'hui, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers procède par renvoi. Il fixe d'abord les obligations du teneur de compte conservateur. Puis il décide que « La tenue de compte conservation des instruments financiers figurant à l'actif de l'OPC est soumise aux dispositions du chapitre II du présent titre ». Le statut du dépositaire d'OPC est aussi aligné, à peu de choses près, sur celui du teneur de compte conservateur. On pourrait imaginer semblable approche dans le texte de niveau législatif proposé. Pour le moment, il n'en est rien, car la question est délicate et a, pour cette raison, été laissée ouverte. Des travaux communautaires sont en cours qui, dans le cadre des leçons à tirer de l'affaire Madoff, tendent à redéfinir les obligations du dépositaire d'OPCVM. Il n'est pas certain que la position de l'AMF soit entérinée, tant celle-ci se distingue des conceptions qui ont cours dans d'autres États membres de l'Union européenne (par exemple le Luxembourg, l'Irlande). Enfin, l'affaire Lehman Brothers a montré que, dans l'hypothèse du recours à un prime broker, le dépositaire d'OPC n'est pas nécessairement le teneur de compte-titres de l'OPC. Il y aurait donc lieu de mener une réflexion particulière sur l'adaptation d'un régime juridique dont le point d'entrée est le teneur d'un compte de

valeurs mobilières, à un dépositaire d'OPC qui n'est pas nécessairement teneur de compte.

La nature de la relation juridique

S'agissant de la nature du bien unissant le propriétaire des titres à son teneur de compte, l'offre de loi introduit une distinction selon que ce dernier est l'émetteur des titres ou un intermédiaire habilité. La distinction est matérialisée par la division de l'article 7 en deux alinéas. Lorsque le teneur de compte est l'émetteur, l'alinéa 1^{er} énumère des obligations mais n'indique pas leur fondement. Quand le compte est tenu par un intermédiaire, l'alinéa 2 fait état d'un « contrat de tenue de compte-conservation ». L'explication de cette différence réside dans le fait que les auteurs du projet ont considéré qu'il serait artificiel, dans le cas de l'émetteur-teneur de compte, de superposer deux relations juridiques : la relation née du contrat de société (quand le titre est une action), une relation contractuelle de teneur de compte. L'émetteur tient le compte-titres d'un actionnaire, non parce qu'ils ont librement contracté à cet effet, mais en raison d'un choix de l'actionnaire de ne pas recourir à un intermédiaire, qui tient à sa qualité et qui s'impose à la société. Il y a là, semble-t-il, un progrès de l'analyse juridique par rapport à l'article 322-2 RGAMF, qui parle de convention sans distinguer entre les différentes catégories de teneurs de comptes conservateurs.

Cela a permis, en ce qui concerne l'intermédiaire habilité, de mettre en avant le fondement contractuel de ses obligations de manière plus nette que dans le système actuel. « L'intermédiaire habilité qui tient un compte de valeurs mobilières est lié au titulaire par un contrat de tenue de compte conservation », dit l'article 7, al. 2, du projet. « Les principes de fonctionnement des comptes d'instruments financiers des clients sont définis par la convention passée entre le teneur de compte conservateur et le titulaire du compte », énonce l'article 322-2 RGAMF, qui ajoute : « La convention identifie les droits et obligations respectifs des parties ». La conception de l'Autorité des marchés financiers est administrative : elle fait de la conclusion d'une convention une

obligation professionnelle du teneur de compte conservateur ; et cette convention a moins pour objet de faire naître des obligations sur la tête de l'intermédiaire (celles-ci sont par ailleurs fixées dans le Règlement général) que d'informer le client de leur existence et de leur contenu. La vision de l'offre de loi est plus proche du droit des obligations classique. En s'adressant à un intermédiaire habilité, le propriétaire de titres entre dans une relation contractuelle, et c'est ce contrat qui est source d'obligations pour chaque partie.

Quelle est la nature de ce contrat ?

On sait qu'il existe à ce sujet une discussion récurrente depuis la « dématérialisation » des valeurs mobilières. Certains penchent pour le maintien de la qualification traditionnelle de dépôt. D'autres proposent le mandat ou le louage d'ouvrage. La chambre criminelle de la Cour de cassation a tranché en faveur du dépôt, mais son arrêt du 30 mai 1996¹⁶ n'a pas clos la controverse. Il est permis de trouver celle-ci un peu vaine. Une qualification est utile dans la mesure où elle dicte l'application d'un régime juridique. Or, en droit positif, le régime de la tenue de compte conservation figure aux articles 322-1 et suivants RGAMF, et échappe donc au Code civil. Peu importe, dans ces conditions, que le contrat unissant l'intermédiaire à son client se rapproche de tel ou tel contrat nommé du Code civil : le droit commun a été écarté au profit d'un droit spécial.

Au fond, les obligations essentielles mises à la charge du teneur de compte conservateur par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ne sont pas très différentes de celles qui naissent d'un contrat de dépôt : obligations de conservation et de restitution dans un cas (art. 322-5 RGAMF) ; obligations de garde et de restitution dans l'autre (art. 1915 C. civ.). À notre sens, il n'y a là rien d'étonnant. La nature incorporelle du bien n'empêche pas de mettre à la charge du teneur de compte conservateur les mêmes obligations que celles qui pèsent sur le dépositaire d'une chose. La véritable

différence avec le dépôt vient de ce que, dans celui-ci, la chose est préexistante et est remise par le déposant au dépositaire, alors que, en matière de titres, il y a une succession d'inscriptions en compte dont le point de départ est l'émetteur. Depuis la dématérialisation, le système français de détention des titres est clos et empêche ceux-ci de sortir des comptes tenus par les personnes habilitées.

C'est peut-être la raison pour laquelle les auteurs du projet ont pris le parti de créer un nouveau contrat nommé : le « *contrat de tenue de compte conservation* ». Et ils en ont dessiné le régime, à travers la détermination des principales obligations qu'il engendre. Si cette proposition était acceptée, la tenue de compte conservation ne réintégrerait donc pas le giron du Code civil. Mais les bases de son régime seraient fixées par la loi, le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ayant seulement vocation à la compléter, comme cela est normal pour un texte de nature réglementaire.

Les obligations des teneurs de compte conservateurs

On peut les répartir en trois catégories : des obligations essentielles, des obligations de ne pas faire (c'est-à-dire des interdictions formulées à l'endroit des teneurs de compte conservateurs) ; des obligations complémentaires. Se pose en outre, pour l'ensemble de ces obligations, la question de leur caractère.

Les obligations essentielles, énumérées à l'article 7 du projet, sont au nombre de trois : conserver les titres ; exécuter les ordres du titulaire du compte ; porter au crédit de son compte les valeurs mobilières qui lui sont transférées. Ces obligations valent à la fois pour tous les teneurs de compte. En revanche, la charge d'encaisser les sommes à provenir des actifs conservés ne pèse que sur les intermédiaires, pour cette raison que les émetteurs, tenus au respect du monopole bancaire, ne peuvent pas ouvrir des comptes-espèces à leurs actionnaires.

Cette rédaction appelle deux observations. On relève, d'abord, que l'approche choisie par les auteurs du projet procède d'une vision très concrète des choses. Tout se concentre sur le compte et les titres qui y sont inscrits : on conserve, on exécute les ordres, on mouvemente le compte.

D'aucuns pourraient s'étonner, ensuite, de ce que l'obligation de restitution n'est pas expressément mentionnée par le texte. Plusieurs explications se présentent à l'esprit. La première est que la conservation implique la restitution (c'est ce que l'on dit couramment en matière de dépôt). En deuxième lieu, la restitution passe par l'exécution des ordres du client, qui est visée à l'article 7 du projet. Depuis leur dématérialisation, les valeurs mobilières ne peuvent plus quitter les comptes, de sorte que la seule façon d'obtenir la restitution des titres est d'ordonner au teneur de compte de les virer vers un autre compte. Enfin, la rédaction retenue est synthétique : elle envisage à la fois l'émetteur et l'intermédiaire habilité. Or, il paraît difficile de dire que l'émetteur, qui s'est borné à inscrire son actionnaire (ou le porteur d'un autre titre) en compte est tenu de lui restituer des valeurs mobilières qu'on ne lui a pas véritablement confiées.

Les obligations négatives forment le corollaire du choix de principe qui irrigue l'ensemble du projet. Le titulaire du compte a un droit de propriété sur les titres qui y sont inscrits ; il n'est pas un simple créancier de son teneur de compte. Qui dit propriété dit exclusivité. Le teneur de compte n'a aucun droit sur les titres, quand bien même il serait lui-même en relation de compte avec un autre intermédiaire ou avec le conservateur central. Par voie de conséquence, le teneur de compte conservateur ne peut accomplir aucun acte de disposition sur les titres en conservation (par exemple les prêter, ou les nantir). Plus généralement, dit l'article 8 du projet, il ne saurait effectuer aucune opération sur les valeurs mobilières sans en avoir reçu l'ordre de son client. La question est, évidemment, de savoir dans quelle mesure la rigueur de ces principes pourra être assouplie par recours

16. Bull. crim., n° 224, Rev. soc. 1996.806, note B. Bouloc (aff. Tuffier-Ravier-Py).

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres



à des mécanismes juridiques tels que le mandat tacite ou la gestion d'affaires (par exemple pour traiter les droits préférentiels de souscription ou les BSA en fin de période d'exercice).

Afin de préserver concrètement le droit de propriété des clients finaux, l'article 12 du projet impose la ségrégation des titres appartenant d'une part en propre à l'intermédiaire habilité, et d'autre part ceux figurant à l'actif des OPC dont il est dépositaire et ceux qui lui ont été confiés par ses clients. Une telle exigence n'est pas nouvelle. Pour des raisons pratiques, il conviendrait probablement de préciser qu'un seul compte, ouvert chez le conservateur central, peut accueillir à la fois les titres d'organismes de placement collectif et ceux appartenant aux autres clients.

Quant aux **obligations complémentaires**, elles ressortissent à ce que l'on appelle, en droit civil, la reddition de compte. Tout mouvement affectant le compte-titres doit être porté à la connaissance du titulaire (art. 11) : ce sont les flux. Des relevés lui seront adressés selon une périodicité convenue, sans préjudice d'attestations ponctuelles (art. 10) : c'est le stock. En outre, l'article 7, al. 2, du projet mentionne discrètement les devoirs d'information de l'intermédiaire habilité, ce qui est une manière de renvoyer à la jurisprudence de la Cour de cassation, déjà bien fournie en la matière.

Le travail ainsi effectué quant à la détermination des obligations pesant sur le teneur de compte conservateur débouche sur un résultat qui paraît à la fois clair et cohérent. Il est toutefois permis de penser que la réflexion pourrait être utilement poursuivie sur le terrain des caractères de ces obligations. À cet égard, plusieurs questions viennent à l'esprit :

- ▶ la liste des obligations est-elle exhaustive ?
- ▶ les dispositions proposées sont-elles impératives ?
- ▶ les obligations mises à la charge du teneur de compte-conservateur sont-elles de moyens ou de résultat ?

Sans prétendre mener ici une discussion complète, on peut esquisser quelques éléments de réponse.

S'agissant de la question de l'exhaustivité, il semble que l'affirmative s'impose, si l'on accepte de distinguer obligations civiles et obligations professionnelles. À supposer que le législateur intervienne dans le sens proposé, toutes les obligations civiles, c'est-à-dire nées du contrat de tenue de compte conservation, figureraient dans l'instrument législatif. Simplement, il reviendrait à l'Autorité des marchés financiers d'y ajouter des obligations professionnelles (par exemple sur la tenue de comptabilité) qui viseraient les intermédiaires habilités et les émetteurs relevant de sa compétence.

En ce qui concerne l'impérativité des dispositions proposées, le point de départ de l'analyse pourrait être que les obligations qui y sont définies constituent une sorte de socle minimum dans l'organisation de la relation juridique unissant le teneur de compte conservateur à son client. Mais une modulation est-elle concevable ? C'est alors que la distinction entre obligation de moyens et obligation de résultat prend tout son sens. Il faut se souvenir qu'en matière de dépôt, la jurisprudence a joué sur tout le clavier. L'obligation du dépositaire est de résultat. Mais elle n'existe que dans l'hypothèse où il y a quelque chose qui puisse être restitué, ce qui sort du champ de la règle l'hypothèse de perte de la chose. L'obligation de garde est de moyens renforcée, ce qui conduit à un renversement de la charge de la preuve ; mais il est loisible aux parties de subordonner la responsabilité du dépositaire à la preuve positive de sa faute dans la garde. Le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, en tant qu'il régit les teneurs de compte conservateurs, paraît aujourd'hui plus exigeant – encore qu'il n'ait guère subi d'épreuve du contentieux. Il y aurait probablement lieu de revoir les solutions, de façon peut-être plus nuancée, à la lumière des enseignements des affaires *Madoff* et *Lehman Brothers* : en cette matière, il ne suffit pas de considérer la relation entre le teneur de compte et son client ; il faut aussi prendre la mesure du risque systémique qu'entraînerait la défaillance d'un acteur majeur de l'industrie de la conservation des titres.

Le recours à des tiers par le teneur de compte conservateur

Ces dernières considérations doivent être gardées à l'esprit lorsqu'on envisage les conséquences de l'intervention de tiers dans le processus de conservation des titres.

Aujourd'hui, la disposition centrale est l'article 322-39 RGAMF, aux termes duquel « *Le teneur de compte conservateur peut recourir à un mandataire pour le représenter dans tout ou partie des tâches liées à son activité de conservation* ». L'article 322-40 RGAMF parle pour sa part de « mandat de conservation » conféré par le teneur de compte conservateur. D'autres textes mélangent mandat et délè-

gation (v. par exemple l'article 323-14 RGAMF, applicable au dépositaire d'un organisme de placement collectif).

Ces hésitations de vocabulaire traduisent un certain flottement juridique. Le mandat est l'instrument d'une représentation. Le recours à un tiers pour accomplir des tâches matérielles relève du louage d'ouvrage, non du mandat. En réalité, l'examen de la pratique devrait conduire à distinguer deux situations :

- ▶ tantôt le teneur de compte conservateur utilise les services de tiers pour accomplir tout ou partie des tâches qu'implique la conservation, mais il demeure seul conservateur en titre, et assume toutes les obligations y afférentes vis-à-vis de ses clients : c'est de la sous-traitance ;
- ▶ tantôt le teneur de compte conservateur confie les titres à autrui en vue de les conserver, de sorte que s'établit une relation de compte entre le teneur de compte conservateur et le sous-conservateur : c'est l'hypothèse d'une chaîne d'intermédiaires.

Selon le cas, le tiers doit une prestation ou des titres

L'article 13 du projet traite de la première situation lorsqu'il énonce que « *les obligations de l'émetteur ou de l'intermédiaire habilité demeurent à sa charge lorsqu'il confie la tenue matérielle des comptes à un tiers* ». Cette solution s'impose, le client n'ayant pas à souffrir des modalités choisies par le teneur de compte conservateur pour fournir le service promis.

En revanche, l'offre de loi n'aborde pas la question des effets du recours à des sous-conservateurs sur les obligations du teneur de compte conservateur, spécialement son obligation de restitution. L'article 322-41, al. 3, RGAMF laisse une certaine place à la liberté contractuelle : « *lorsqu'un teneur de compte conservateur conserve pour le compte d'un investisseur qualifié, au sens des lois et réglementations en vigueur, des instruments financiers émis sur le fondement d'un droit étranger, il peut convenir d'un partage des responsabilités avec cet investisseur* ». Ce problème est au cœur des réflexions qui sont aujourd'hui

menées au niveau communautaire sur les responsabilités du dépositaire d'OPCVM. Il s'agit typiquement d'un domaine où la France ne saurait faire cavalier seul. Le travail dont l'offre de loi constitue le produit mérite sans doute d'être poursuivi, par une participation aux discussions européennes que la Commission a initiées.

Questions de la salle

- ▶ *Sur la problématique de la tenue de compte : une valeur mobilière n'étant représentée que dans son pays d'origine, sur un compte en France, un Conservateur Central tient toutes les valeurs mobilières françaises, et dans le cas de valeurs mobilières étrangères, le teneur de compte conservateur va faire appel à une série d'intermédiaires. Par ailleurs, les règles juridiques de propriété ne sont pas les mêmes en fonction des pays. Le projet d'offre de loi permet-il de résoudre les conflits de loi internationaux ?*

Réponse d'Hervé Synvet

Les dispositions proposées dans l'offre de loi concernent uniquement les valeurs mobilières françaises, notamment du fait de l'idée centrale, et qui reste française, selon laquelle le propriétaire des titres est le titulaire du compte. Il n'est pas possible d'imposer ce genre de point de vue pour des actions d'autres pays. En prenant l'exemple de valeurs mobilières américaines, un résident français détenant des actions General Motors dans un compte titre en France, croit être propriétaire de ces actions, mais il ne l'est pas : il n'a que les droits que le droit américain lui consent. En effet, son teneur de compte de titre étant en relation, directement ou indirectement, avec un intermédiaire agissant aux États-Unis, étant lui-même en relation avec d'autres intermédiaires américains. Dans cette chaîne, il y a des Securities Entitlements, auxquels l'acteur français n'échappe pas.

En revanche, il est envisageable de dégager en Europe une conception communautaire de ces principes.

- ▶ *Votre exposé n'a pas évoqué l'article 9 du projet de loi. Pourriez-vous le commenter, et notamment préciser ce qu'est un « système de centralisation de valeurs mobilières » ?*

Réponse d'Hervé Synvet

Le « système de centralisation » est une manière de faire référence au système avec un conservateur central et une chambre de règlement/livraison, c'est-à-dire un système à plusieurs étages.

Le sens de l'article 9 est de préciser que, lorsque l'intermédiaire habilité participe à ce système à plusieurs étages, cela n'a pas d'incidence sur la nature des droits ainsi que sur les prérogatives qui sont attachées à la nature des droits du titulaire du compte final.

- ▶ *Cette appellation de « système de centralisation de valeurs mobilières » recouvre des termes nouveaux qui sont également mentionnés dans cette offre, que sont une « chambre de règlement/livraison » alors qu'une directive européenne ainsi que des textes de transposition parlent de « systèmes de règlement/livraison ». Par ailleurs, il y a des « chambres de compensation » qui sont appelées des « systèmes de compensation » dans l'offre. Quelle est donc la raison de ce vocabulaire nouveau ?*

Réponse de Charles Saule

La question était, tout d'abord, de se démarquer de la notion de « dépositaire central », terme aujourd'hui bien consacré, mais recouvrant deux réalités bien différentes : celle de gestionnaire du compte d'émission et tout ce qui s'y rapporte, et celle de gestionnaire d'un système de règlement/livraison. Il était donc nécessaire de revenir sur ce concept pour mettre en place quelque chose de nouveau et de bien clair.

Pour ce qui est de la partie « conservation centrale - la gestion du dépôt », il a semblé que la notion de conservateur central était le terme indiqué.

Les termes « système de règlement/livraison », « systèmes centraux » sont trop techniques, et la volonté a été de ne pas introduire, dans le projet d'offre de loi, de termes ayant une connotation technique comme le terme système.

Il s'agit donc d'une simple volonté de se démarquer et de la technique, et de l'existant. La notion de « chambre de compensation »

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres



(LCH.Clearnet SA), concerne des activités liées au marché, plutôt qu'aux activités de post-marché et à la gestion des comptes titres. Ces activités à proprement parler ne sont pas abordées dans cette offre de loi. Le terme « systèmes de compensation » est donc employé pour marquer cette différence et pour ne traiter que les activités concernées par le post-marché.

► Une précision est à apporter: dans le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, il est clairement distingué le « Dépositaire central » et le « Gestionnaire de système de règlement/livraison ». La loi ne fait pas la confusion entre le dépositaire central et le système de règlement/livraison. Cette distinction dont, me semble-t-il, vous dites qu'elle n'existe pas aujourd'hui, existe bien dans les textes.

De plus, dans la Directive qui va modifier la Directive Finalité, la notion d'opérateur ou de gestionnaire d'un système est expressément prévue. Cette différence entre le conservateur central et l'opérateur d'un système de règlement/livraison, sera, dans la loi, puisqu'il y aura une transposition. La distinction est faite, notamment dans l'article 330 du Code monétaire et financier, où il est clairement fait référence au système de règlement/livraison, qui est très différent de la notion de dépositaire central. Cet article

n'est que la transposition de la Directive Finalité de 1998, qui fait actuellement l'objet d'une révision. La loi fait donc clairement la différence entre ces concepts, et propose deux statuts complètement différents pour le gestionnaire d'un système de règlement/livraison et pour le dépositaire central.

Réponse de Charles Saule

En effet, tout cela va dans le même sens. Il semble que pour la France, cette distinction soit effectuée, en revanche, il semblerait que ça ne soit pas le cas pour l'ensemble des pays Européens.

Par ailleurs, la volonté n'était pas simplement de distinguer un système dans le métier du dépositaire central, mais d'avoir vraiment deux entités distinctes, l'une étant gestionnaire du système de règlement/livraison, et l'autre gestionnaire du registre des émissions. Il était par ailleurs nécessaire de bien séparer les structures et les fonctions.

Réponse d'Hervé Synvet

Par ailleurs, la différence entre ces notions réside dans le fait qu'un dépositaire central a la personnalité morale, tandis qu'un système n'a pas de personnalité morale, mais dispose de règles de gestion et d'un gestionnaire. La dénomination de chambre de règlement/livraison a été donnée au gestionnaire de ce système.

► Le conservateur central aurait une mission d'intérêt général. Cela veut-il dire qu'il devra être une entité différente du gestionnaire de système ?

Réponse de Charles Saule

Le texte propose que ce soient deux entités différentes. Ce sujet sera traité notamment dans les sections 4 et 5 de l'offre de loi.

► Le règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers précise que le dépositaire central a un certain nombre de fonctions, notamment une fonction concernant les OST. Dans le projet de loi, qui s'occupera des OST? Le système? Le conservateur central?

Réponse de Charles Saule

Chacun devra traiter les OST au niveau de son domaine de responsabilité:

- Au niveau de la chambre de règlement/livraison, il faudra appliquer les OST à l'ensemble de l'information comptable qui est gérée pour les dénouements
- De la même manière, le conservateur central devra appliquer l'OST à l'information qu'il enregistre lui aussi

Il faudra donc effectuer un travail à deux niveaux. ■



L'identification des propriétaires de titres en capital

par **Jean-Jacques Daigre**,

Agrégé des facultés de droit

Professeur à l'Université Panthéon-Sorbonne (Paris I)

Pour commencer, il est nécessaire de rappeler que le régime de l'identification des propriétaires de titres en capital n'est pas du ressort du droit des marchés financiers, mais du droit des sociétés.

Il faut aussitôt dire que la question n'est pas nouvelle et que ce n'est donc pas sur ce point que le projet de loi présente le plus d'originalité. Il ne vient modifier le droit positif qu'à la marge, même si c'est sur des aspects qui ne sont pas négligeables en pratique.

Le droit positif

Il faut d'abord rappeler deux phénomènes, puis l'état du droit.

Les phénomènes ayant permis l'évolution du droit

Les deux phénomènes ayant permis ou imposé l'évolution du droit sont la dématérialisation et la multiplication des intermédiaires.

Le premier phénomène est **la dématérialisation**. Les titres au porteur, à l'époque où il y avait des titres en papier, étaient dans des coffres fermés, de sorte qu'ils étaient cachés à la vue de tous, hors celle du titulaire. Par la dématérialisation, ils sont passés dans des comptes qui, s'ils ne sont pas ouverts à tous les vents, renferment des écritures qui peuvent être facilement lues.

De ce fait, dès 1987, lorsque la question s'est posée de la recherche et de la connaissance de l'actionnariat, il a été possible d'utiliser la facilité offerte par les inscriptions en compte des titres au porteur pour inventer un processus

permettant d'interroger les intermédiaires et de connaître le nom des titulaires, ce qui a permis à la loi d'inventer le titre au porteur identifié, alors que naguère le titre au porteur était un titre dont le titulaire demeurait inconnu de la société tant qu'il ne faisait pas officiellement valoir ses droits.

Précisons que ce processus d'interrogation a été rendu possible pour les titres cotés parce que ceux-ci faisaient l'objet, comme tous les titres émis par des sociétés admises aux négociations sur un marché réglementé, d'une comptabilisation globale chez le dépositaire central.

Le second phénomène est **la multiplication des intermédiaires** dans le monde moderne du titre, intermédiaires dont les droits par rapport aux titres sont souvent conçus à l'étranger de manière très différente que dans notre système, de sorte qu'il a fallu en tenir compte, en particulier du point de vue du fonctionnement des assemblées, mais ce qui a fait naître un autre problème d'identification des titulaires de titres: à partir du moment où un ou plusieurs intermédiaires s'interposent entre le titulaire du titre et l'émetteur, cela complique naturellement la recherche de l'actionnaire réel.

Il a donc fallu mettre en place un système permettant, légalement, d'identifier l'actionnaire. Cependant, cela soulevait une difficulté particulière dans les sociétés françaises pour les intermédiaires qui ont, dans leur système juridique, la possibilité d'être opaques et le droit d'exercer le droit de vote avec les titres détenus.

Dans le système juridique français, le droit des sociétés réserve le droit de voter à celui qui est le véritable actionnaire. La difficulté résidait donc dans le fait que, des actionnaires étran-

gers n'étant pas là pour voter, ceux, les intermédiaires, qui prétendaient voter à leur place ne le pouvaient pas. Cela faisait naître un problème de quorum dans nombre d'assemblées générales extraordinaires des grandes sociétés cotées françaises.

L'état du droit avant l'offre de loi

C'est la loi NRE de 2001 qui a, en créant le système de l'intermédiaire inscrit, réglé et amélioré à la fois le système de recherche de l'actionnaire quand il y a des intermédiaires inscrits, mais surtout, et c'était le plus grand apport à l'époque, reconnu la possibilité à ces intermédiaires, représentant des résidents étrangers, de se faire reconnaître comme tels dans les sociétés et de pouvoir voter.

À ce stade, le problème n'était pas, pour les émetteurs, de savoir qui était derrière ces intermédiaires, mais d'avoir suffisamment de droits de vote pour atteindre le quorum et pour faire valider la décision que l'on voulait faire passer en assemblée générale extraordinaire.

Cela a été le principal objet, purement fonctionnel, de la réforme intervenue à propos de l'intermédiaire inscrit.

L'ordonnance de janvier 2009 est venue apporter des précisions de vocabulaire qui étaient nécessaires, mais n'a pas, car ce n'était pas son objet, refondu la matière.

L'offre de loi

Sur ce point, l'apport du texte est secondaire et limité, spécialement par rapport aux autres sections.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

En effet, pour l'essentiel, l'architecture antérieure a été maintenue :

- ▶ le mécanisme d'identification de l'actionnaire, avec la possibilité d'interroger, via le dépositaire central, tous les autres intermédiaires ;
- ▶ l'obligation pour l'intermédiaire de révéler sa qualité d'intermédiaire agissant pour le compte d'autrui ;
- ▶ le droit d'exiger de l'intermédiaire inscrit qu'il révèle les personnes pour le compte desquelles il intervient et, plus largement le droit de poser la même question à toute personne dont l'émetteur pense qu'elle pourrait agir pour le compte d'autrui.

L'offre de loi propose cependant quelques aménagements qui ne sont pas sans intérêt. Bien que réalisant plutôt un achèvement ou une prolongation de solutions actuelles, la proposition offre certaines innovations.

Les aménagements techniques

À titre de simple adaptation, l'offre de loi propose l'abandon définitif de la distinction entre les titres au porteur et les titres nominatifs. Il a donc fallu adapter le texte, ce qui n'était pas très compliqué puisqu'il suffisait d'harmoniser le vocabulaire, d'écarter la distinction des deux et de trouver des formules générales. C'est donc une adaptation limitée.

L'offre de loi évoque aujourd'hui les titres inscrits, qui peuvent être de nature différente au regard du titulaire :

- ▶ Les titres en compte chez l'émetteur ne posent pas de problème de connaissance de l'actionnaire, sauf s'il y a un intermédiaire inscrit ; on retombe alors dans le mécanisme qui permet de l'interroger indirectement.
- ▶ Le processus d'interrogation du teneur de compte et de l'intermédiaire inscrit. En comparant les deux séries de textes, peu de différences sont à noter, et il faut avoir l'œil un peu minutieux pour repérer quelques évolutions de vocabulaire.

La seconde nouveauté limitée est une disparition : dans le texte actuel, il est prévu que l'intermédiaire inscrit, qui intervient pour le compte d'un résident étranger, puisse choisir, soit de faire ouvrir un compte collectif, mais en tant qu'intermédiaire inscrit, soit de faire ouvrir des comptes individuels. Cette faculté a disparu du

texte de l'offre de loi, mais il ne s'agit pas là d'une interdiction.

Les principes nouveaux

Ils sont au nombre de trois, de nature et de portée inégales :

- ▶ Le premier concerne la sanction,
- ▶ Le second le statut de l'intermédiaire inscrit pour les résidents étrangers,
- ▶ Le dernier la connaissance de l'actionnariat.

La sanction

La sanction automatique qui pesait sur l'intermédiaire inscrit quand il était interrogé sur le point de savoir qui se trouvait derrière lui et que, soit il ne répondait pas assez vite, soit il ne répondait pas du tout, consistait en la suspension de plein droit du droit de vote.

Un accord a été trouvé rapidement pour considérer qu'une sanction aussi dure, la privation du droit de vote, ne pouvait pas être automatique, et qu'il n'était sans doute pas excessif de demander l'intervention d'un juge, mais par la procédure du référé pour permettre une procédure simple et rapide.

Le statut de l'intermédiaire inscrit

La seconde réflexion a consisté à savoir s'il fallait maintenir le système de l'intermédiaire inscrit pour les seuls résidents étrangers, comme c'est actuellement le cas, ou s'il n'était pas envisageable de le généraliser.

La généralisation a semblé ne pas présenter de véritable inconvénient, même pour les résidents français. En effet, les Français peuvent passer par un intermédiaire inscrit à l'étranger et revenir par un intermédiaire inscrit en France. Il est alors difficile de savoir s'il s'agit d'un résident qui n'est pas étranger. C'est donc une facilité qui pouvait être accordée aux Français, ne serait-ce que pour les mettre à égalité de certains systèmes étrangers. Cette généralisation va au-delà. Le statut d'intermédiaire inscrit n'est actuellement autorisé que pour les actions. L'offre de loi l'a étendu à toutes les valeurs mobilières. Bien que l'intérêt en soit limité pour les obligations, aucune raison ne semblait devoir limiter cette possibilité aux actions. Par ailleurs, il a été étendu à tous les marchés, qu'ils soient des marchés réglementés où qu'ils soient des systèmes multilatéraux de négocia-

tion. En effet, aucune raison ne justifie de les distinguer, il fallait donc les mettre à égalité.

Enfin, aucun changement n'a été apporté à la nature particulière du système de l'intermédiaire inscrit en droit français. Aucune volonté d'instaurer une sorte de système de titres intermédiés n'est à noter, l'objectif de cette offre de loi n'était pas de changer ce système ni surtout sa nature. L'intermédiaire inscrit est même expressément réputé détenir pour le compte d'autrui. Il ne devient pas, dans le système français, propriétaire des titres et n'émet pas des titres nouveaux en contrepartie de ceux reçus en dépôt.

La connaissance de l'actionnariat

Actuellement, en France, la possibilité de connaître l'actionnariat n'est offerte qu'à l'émetteur, qui peut utiliser le processus prévu.

Le point était de savoir si les actionnaires eux-mêmes ne pourraient pas, malgré le secret qui normalement s'attache à ces listes, y avoir accès. Dans les grandes sociétés, cela a de l'importance, exemple l'affaire Eurotunnel, où la recherche de l'actionnariat n'était pas sans intérêt pour essayer de ramasser les pouvoirs à l'assemblée générale.

Cette « lutte de pouvoirs », que les Anglo-Américains connaissent bien, n'est pas possible dans le système français car les actionnaires n'ont pas la possibilité de connaître les autres actionnaires et n'ont pas accès aux listes.

Il a semblé possible de bilatéraliser le droit accordé à l'émetteur de connaître ses actionnaires, quels qu'ils soient.

L'offre de loi autorise en effet les actionnaires qui le souhaitent, si la société a effectué la recherche, de se faire communiquer le résultat de cette recherche. Ils pourront éventuellement s'en servir pour prendre des contacts avec d'autres actionnaires et essayer de centraliser des pouvoirs. Ce droit de connaître les actionnaires n'est autorisé que dans les jours qui précèdent les assemblées générales. Cependant, les actionnaires n'ont pas le droit d'imposer à la société d'effectuer cette recherche.

L'offre de loi a considéré que tout actionnaire n'aurait pas ce pouvoir et que le texte d'application aurait à fixer le minimum de détention de capital requis pour pouvoir exiger, avant les assemblées générales, la communication des listes, quand elles existent. ■



La conservation centrale et le transfert des valeurs mobilières

par **Thierry Bonneau**,
Agrégé des facultés de droit
Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)

Sécurité, dénouement des opérations et intégrité des émissions

La sécurité est au cœur des sections 3 et 4 de l'offre de loi. Elle l'est à l'évidence lorsque l'offre de loi prend parti sur la question du transfert de propriété en le faisant dépendre du dénouement effectif de l'opération¹⁷. Mais elle l'est également lorsqu'elle aborde le problème de l'intégrité des émissions, c'est-à-dire la question de la concordance entre le nombre total des titres inscrits en compte et le nombre de titres émis, laquelle doit être parfaite et permanente :

- ▶ il ne doit jamais y avoir inflation ou déflation des titres inscrits en compte par rapport à la quantité émise; il ne doit y avoir ni plus ni moins de titres¹⁸: la création artificielle de titres est tout aussi prohibée que la suppression artificielle desdits titres;
- ▶ la circulation des titres, et donc les changements de propriétaires, doit être sans incidence sur cette concordance qui doit être maintenue en toutes circonstances.

Situation actuelle. Compte d'émission, émetteur et dépositaire central

L'intégrité de l'émission est assurée actuellement par l'ouverture d'un compte spécifique: pour chaque émission existe un compte d'émission qui enregistre l'intégralité des titres financiers composant l'émission. Ce compte est tenu, selon les cas, par l'émetteur ou par un dépositaire central, étant précisé que dans ce dernier cas, le compte est tenu et mis à jour sur la base d'informations contenues dans une lettre d'émission adressée par l'émetteur au dépositaire central chaque fois qu'il y a création ou suppression de titres.

Absence de texte législatif et cumul d'activités du dépositaire central

Le compte d'émission est visé par le règlement général de l'AMF, dans ses dispositions définissant les fonctions du dépositaire central¹⁹, auquel font écho les règles de fonctionnement d'Euroclear France²⁰, ex SICOVAM et seul dépositaire central en France. Il n'est donc pas appréhendé par un texte législatif, mais seulement par un texte professionnel homologué par arrêté ministériel et souffre, notamment pour

cette raison²¹, d'un manque de support juridique qui est encore plus frappant lorsque le compte d'émission est tenu par un émetteur dont les titres ne sont pas admis aux opérations d'un dépositaire central: il n'existe en effet aucune disposition législative ou réglementaire régissant les modalités de la tenue de compte par ces émetteurs. Le seul document visant le compte d'émission est « le cahier des émetteurs teneurs de comptes de valeurs mobilières non admises en Sicovam », approuvé par la direction générale du Trésor et communiqué à l'ANSA le 29 février 1984²².

La situation actuelle n'est pas seulement caractérisée par la faiblesse du dispositif juridique à la base du compte d'émission. Elle l'est également par le cumul d'activités du dépositaire central. Car s'il doit tenir les comptes d'émission et vérifier que le montant total de chaque émission admise à ses opérations est égal à la somme des instruments financiers enregistrés aux comptes de ses adhérents, il assure également la circulation des instruments financiers par virement de compte à compte et peut organiser et gérer tout système de règlement/livraison.

Ces fonctions, qui sont clairement indiquées par le règlement général de l'AMF²³, sont bien différentes, étant observé que la crainte est que la

17. Art. 26, Offre de loi.

18. Sur la création artificielle de titres liée à la règle du transfert solo consensus applicable au Règlement mensuel, v. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd. 2005, *Economica*, n° 662.

19. Art. 550-1, 1^o, RG AMF.

20. Art. 4.1, Règles de fonctionnement d'Euroclear France.

21. Pour les émetteurs dont les titres ont fait l'objet d'une offre au public ou d'une admission aux négociations sur un marché réglementé, le Règlement général prévoit qu'ils peuvent avoir une activité de tenue de compte conservation (art. 322-59, RG AMF) et mentionne l'existence d'un « compte général, « émission en instruments financiers nominatifs », ouvert en chaque instrument financier » qui

« enregistre à son débit l'ensemble des instruments financiers nominatifs inscrits chez l'émetteur » (art. 322-61, RG AMF). Voir également, art. 322-73 et s. qui relève d'un paragraphe intitulé « dispositions du cahier des charges du teneur de compte conservateur applicables aux personnes morales effectuant des opérations d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé et inscrivant les titres financiers émis dans des comptes de nominatif pur ».

22. Cf. *Mémento pratique Francis Lefebvre Sociétés commerciales 2009*, n° 17095 et 17098; F. Auckenthaler, *Tenue de compte de titres, Juris-classeur sociétés Traité*, fasc. 2115, n° 20.

23. Art. 550-1, RG AMF.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

fonction de conservation soit compromise par la fonction relative aux règlements/livraisons.

Ordonnance du 8 janvier 2009

Ce constat n'est pas affecté par les dispositions de l'ordonnance du 8 janvier 2009²⁴. Il est vrai que ce texte reprend, sans guère innover, les règles du transfert de propriété²⁵, et modifie dans le même temps quelques textes concernant les systèmes de règlement/livraison²⁶. Mais il n'envisage pas le compte d'émission et ne modifie pas le régime applicable aux dépositaires centraux. Questions que l'offre de loi aborde pour renforcer la sécurité des émissions et des investisseurs.

Objectif poursuivi par l'offre de loi et principales innovations

Cet objectif a conduit à donner au compte d'émission une véritable assise juridique et à le doter d'un statut pour que ce compte soit en quelque sorte un « mètre étalon ». Il a également conduit à « sanctuariser » l'activité du professionnel chargé de la tenue de ce compte, l'idée étant que ce professionnel doit être sous le contrôle étroit de l'autorité financière et n'avoir aucune activité à risque.

Ce qui a conduit à distinguer le conservateur central de la chambre de règlement/livraison, le premier étant chargé d'une mission d'intérêt général, pour ne pas dire d'intérêt ou de service public, alors que le second a une activité qui relève, dans le contexte actuel²⁷, du domaine concurrentiel. Cette distinction explique que la conservation centrale des émissions de valeurs mobilières et le transfert des valeurs mobilières soient traités dans deux sections distinctes. Chacune de ces sections constituera un axe de nos développements.

La Conservation centrale des émissions de valeurs mobilières

Section IV de l'offre de loi

La conservation centrale des émissions de valeurs mobilières est le thème de la section IV et fait l'objet de 4 dispositions, à savoir les articles 20 à 23. Les deux premières n'innoveront pas sur le fond même si elles innoveront sur la forme puisqu'elles prévoient, ce qui serait une première au niveau législatif, le compte d'émission.

En revanche, les deux autres dispositions innoveront sur le fond puisqu'elles donnent un statut au compte d'émission et définissent l'activité du conservateur central qui est le professionnel qui tient le registre des émissions.

Compte d'émission et registre des émissions

La consécration par un texte législatif du compte d'émission serait nouvelle en droit. Son importance mérite d'être rappelée même si elle a été clairement soulignée dans l'exposé des motifs de l'offre de loi²⁸: le compte d'émission est la « mémoire comptable d'une émission déterminée, et de son évolution »; il constitue « l'étalon de contrôle quotidien de la coïncidence de son solde avec le total des soldes de la même valeur mobilière dans les comptes ouverts par les chambres de règlement/livraison auprès du conservateur central de ladite émission ». Il ne s'agit cependant que « de cela », si je peux m'exprimer ainsi.

Ce compte n'incarne pas les valeurs mobilières. Compte de synthèse, il est un reflet comptable des valeurs mobilières émises, mais il n'est pas le compte matérialisant les valeurs mobilières: comme vous le savez, seul le compte-titres du titulaire matérialise les valeurs mobilières dont il est le propriétaire²⁹.

Le compte d'émission peut être tenu aussi bien par l'émetteur que par un professionnel. Mais ce dernier, qui est désigné par l'émetteur, n'est ni le teneur de compte conservateur ni la chambre de règlement/livraison: c'est uniquement le conservateur central, lequel est, aux termes de l'offre de loi, seul investi³⁰ – les émetteurs ne le sont pas – de la tenue d'un registre central des émissions, celui-ci regroupant l'ensemble des comptes d'émission tenus par un même conservateur central³¹.

Cela implique que s'il y a plusieurs conservateurs centraux, il y a plusieurs registres centraux, étant observé que cette activité n'est guère lucrative, et cela même si le service de tenue du registre des émissions doit être payé par les émetteurs, et qu'il est sans doute préférable qu'elle ne soit exercée que par un seul conservateur, la concurrence entre plusieurs conservateurs ne paraissant d'aucun apport utile.

Mais bien sûr, si l'on considère ce registre au regard de l'Union européenne, il en faut sans doute un par pays car ce niveau est certainement le plus approprié pour des raisons juridiques et pratiques (spécificités juridiques des pays, problèmes de langue et rapidité des contrôles notamment).

La portée et la force de ce registre sont indiquées par l'article 22 de l'offre de loi: « le registre des émissions, qui est public, est présumé, sauf preuve contraire, faire foi, à tout moment, du nombre de titres d'une même émission en circulation ». Cette disposition est proposée car « la tenue de ce registre relève d'un service d'intérêt général », les titres en circulation ne devant être en nombre ni supérieurs ni inférieurs à ceux émis. Ce registre n'est pas sans évoquer les registres des inscriptions, pour les privilèges et hypothèques, et les registres des publications, pour les autres actes soumis à publicité, tenus par les conservateurs des hypothèques³³.

24. Ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers.

25. Cf. art. L 211-17, Code monétaire et financier (art. 1, Ordonnance préc.).

26. Art. L 330-1, Code préc. (art. 2, ordonnance préc.).

27. Quelles seront les conséquences de la mise en œuvre du projet TARGET 2 Securities sur les systèmes de règlement/livraison existants? Le système ESES pourra-t-il perdurer? V. ANSA, 2009-II, mars 2009, n° 09-012.

28. Exposé des motifs de l'offre de loi, p23.

29. Cf. art. 2, art. 6 et exposé des motifs de l'offre de loi, p17.

30. Solution qui résulte de la combinaison des articles 22 et 23 de l'offre de loi.

31. Exposé des motifs, p25.

32. Exposé des motifs, 25.

33. Ph. Simler et Ph. Delebecque, *Droit civil, Les sûretés, la publicité foncière*, Dalloz 5° éd. 2009, n° 911 p787.

Ce rapprochement paraît d'autant plus justifié que les registres des inscriptions et des publications ont valeur d'actes authentiques³⁴, lesquels font foi³⁵ « jusqu'à inscription de faux »³⁶. c'est cette valeur que l'article 22 reconnaît, dans une certaine mesure – cette nuance est importante en raison de la différence de qualité des professionnels tenant les registres – au registre des émissions et qui s'impose à tous. Le rapprochement n'est toutefois pas sans limite, car, en matière de publicité foncière, la difficulté la plus courante est le défaut de publication, lequel entraîne l'inopposabilité³⁷. En matière de valeurs mobilières, la difficulté est l'excès ou l'insuffisance de titres par rapport au nombre indiqué dans le registre, avec la nécessité alors d'ajuster le nombre des titres en circulation en conformité avec celui indiqué.

Conservateur central

Le rapprochement mérite d'être poursuivi sur le terrain du professionnel qui tient le registre même si c'est pour en montrer les limites. Car le conservateur des hypothèques est un fonctionnaire relevant du Ministère des Finances et a la qualité d'officier public³⁸ alors que le conservateur central des émissions n'en est a priori pas un, étant observé que l'offre de loi ne prend pas position.

La notion de conservateur central des émissions est une innovation de l'offre de loi. Celui-ci n'est toutefois pas créé de toutes pièces puisque son ancêtre est le dépositaire central. Cette dénomination a toutefois été écartée car elle est inexacte et trompeuse : en effet, comme l'a souligné l'exposé des motifs de l'offre de loi³⁹, « le pseudo « dépositaire central » ne reçoit pas en dépôt les valeurs mobilières recensées dans ses livres et n'exerce pas l'activité de teneur de comptes-conservateur : les comptes qu'il ouvre à ses adhérents sont des avoirs, en titres, comptabilisés dans leurs livres, et non des comptes-titres ».

L'exposé des motifs poursuit en soulignant que « Le conservateur central participe néanmoins activement à la conservation des valeurs mobilières dont il assure la consolidation comptable ; car son activité principale est de veiller, au jour le jour, à la coïncidence du nombre des valeurs mobilières en circulation, qui relèvent d'une émission enregistrée auprès de lui, et du nombre officiel desdites valeurs au compte d'émission correspondant ».

Cette activité est expressément mentionnée au 5 de l'article 23 de l'offre de loi, texte qui décrit l'activité du conservateur central en la détaillant en plusieurs points, ce qui est logique car elle implique des préalables : l'enregistrement des émissions, l'ouverture de comptes, la répartition du montant de chaque émission, la comptabilisation quotidienne des soldes des mouvements de titres.

Ces précisions sont d'ailleurs données très logiquement dans les quatre premiers points de l'article 23, l'ensemble de ce texte attirant d'ailleurs l'attention si on le compare à l'article 550-1 du Règlement général de l'AMF relatif aux fonctions du dépositaire central : tout d'abord parce que ce texte consacre, comme nous l'avons rappelé⁴⁰, un cumul d'activités au profit de ce dépositaire central ; ensuite parce que celui-ci peut ouvrir des comptes à des teneurs de comptes conservateurs alors que ceux-ci ne sont pas en relation avec le conservateur central qui ouvre des comptes uniquement aux chambres de règlement/livraison et aux entités étrangères équivalentes.

On pourrait encore insister sur le pouvoir, reconnu par le point 5 de l'article 23, au conservateur central d'ordonner les régularisations qui s'imposent en cas de discordance comme on pourrait poursuivre l'énumération des activités car l'article 23 comporte également trois autres points. On s'en tiendra toutefois uniquement au point 6 qui est de comptabiliser les retraits de circulation de titres notifiés et justifiés par

l'émetteur. Cette disposition se justifie amplement si on considère la « vie » des valeurs mobilières, celles-ci étant émises avant de circuler et de changer de propriétaires, cette circulation prenant nécessairement fin lorsque les titres disparaissent, ce dont le conservateur central doit nécessairement prendre acte puisqu'il est chargé de veiller à l'intégrité des émissions soumises à ses opérations.

Conclusion

Le conservateur central contribue ainsi, comme nous l'avons déjà souligné, « tant à la sécurité du marché des valeurs mobilières qu'à la protection de la propriété de leurs titulaires⁴¹ ». L'importance de la mission dont il est investi explique que celle-ci et le registre des émissions soient au cœur de la section 4 de l'offre de loi. Cette section ne prétend d'ailleurs pas régler l'ensemble des questions, ce qui est une évidence lorsque l'on a en mémoire que le conservateur central, ex-dépositaire central, est saisi par l'émetteur au moyen d'une lettre de mission et que l'on observe que la section ne prend pas position sur les liens existants entre les émetteurs et le conservateur central, pas plus qu'elle ne donne de précisions sur les relations existant entre les chambres de règlement/livraison et le conservateur central. Mais ce n'est guère étonnant puisque l'objectif de l'offre de loi est de poser uniquement des règles directrices, étant observé que celles données pour la conservation centrale des émissions doivent être rapprochées de celles gouvernant le transfert des valeurs mobilières.

Le transfert des valeurs mobilières

Conservation et transfert

Le transfert des valeurs mobilières, qui est régi par la section 5 de l'offre de loi, ladite section comportant 5 articles, à savoir les articles 24

34. *Ibid* n° 916 p789.

35. *Cf. art. 1319, Code civil.*

36. A. Bénabent, *Droit civil, Les obligations*, 9^e éd. 2003, Montchrestien, n° 120 p89 : « reçu par un officier public (notaire le plus souvent), l'acte authentique est revêtu d'une force particulière : il fait foi « jusqu'à inscription de faux » des faits que l'officier public y énonce comme les ayant constaté lui-même, c'est-à-dire en fait des déclarations de volonté qu'il a enregistrées de la part des parties ».

37. Simler et Delebecque, *op. cit.*, n° 865 et s. p751.

38. *Ibid* n° 916 p789.

39. *Exposé des motifs*, p25.

40. *Supra* n° 3.

41. *Exposé des motifs*, p25.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

à 28, n'est pas sans lien avec la conservation centrale des émissions car les opérations de transfert affectent les soldes des mouvements de titres qui sont pris en considération lors du contrôle de la cohérence des soldes.

C'est la raison pour laquelle l'article 23 impose aux chambres de règlement/livraison de communiquer au conservateur central les soldes des mouvements de titres à comptabiliser par celui-ci. Le conservateur central est informé, mais ne participe pas à la réalisation des transferts qui sont décrits à l'article 24 dont les dispositions doivent être resituées dans la perspective de l'une des règles essentielles posées par l'offre de loi, à savoir celle concernant la formalisation des valeurs mobilières par l'inscription en compte.

Virement de compte-titres à compte-titres

Parce que les valeurs mobilières ne sont matérialisées et n'existent que par une inscription en compte-titres chez l'émetteur ou chez un intermédiaire habilité⁴², les transferts dont les valeurs mobilières cotées sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation peuvent faire l'objet ne peuvent être réalisés que de compte-titres à compte-titres par voie de virement comme l'indique l'article 24 de l'offre de loi : virement interne lorsqu'un seul teneur de compte-conservateur est concerné, ce qui est le cas lorsque les comptes à débiter et à créditer sont ouverts dans ses livres : virement externe lorsque les comptes sont ouverts chez deux teneurs de comptes-conservateurs différents ou chez un teneur de compte conservateur et un émetteur, l'exécution du virement s'opérant par l'intermédiaire d'une chambre de règlement/livraison. Ces virements s'opèrent directement de compte-titres à compte-titres, du compte-titres d'un titulaire au compte-titres d'un autre titulaire, et cela même si l'échange d'informations les concernant s'opère via une chambre de règlement/livraison, même si cet échange implique le recours à des systèmes de

règlement/livraison et donc un traitement électronique des opérations de transfert.

Il n'y a pas, en effet, comme l'a souligné l'exposé des motifs⁴³, de circulation électronique des valeurs mobilières : « par voie électronique ne circulent que des données relatives à des valeurs mobilières qui demeurent toujours en compte-titres... le traitement électronique des ordres de transfert ne véhicule que les données, indicatives et quantitatives, des valeurs mobilières sur lesquelles ils portent ; en quelque sorte, lors de son transfert, une valeur mobilière ne transite, juridiquement ou matériellement, ni par les livres d'une chambre de règlement/livraison, ni par ceux d'un conservateur central ».

Chambre de règlement/livraison

L'article 25 de l'offre de loi le confirme implicitement lorsqu'il décrit l'activité de la chambre de règlement/livraison, laquelle consiste à tenir des comptes pour ses adhérents, en particulier aux teneurs de comptes conservateurs et aux émetteurs, à dénouer les transactions dont elle est saisie, à transmettre des références nominatives des titulaires de comptes, à fournir aux teneurs de comptes les justificatifs des mouvements comptables et à prendre les dispositions nécessaires à l'exercice des droits attachés aux valeurs mobilières.

Comme l'exposé des motifs⁴⁴ l'a indiqué, la chambre de règlement/livraison a deux fonctions principales. « Une fonction permanente de validation du virement, d'abord. C'est elle qui contrôle la disponibilité des titres à transmettre et certifie, ainsi, la réalisation finale du virement : en cas de virement externe, le teneur du compte-titres qui reçoit doit donc vérifier que la chambre a bien donné son accord au transfert. Ensuite, et s'il y a lieu, une fonction d'acheminement des sommes dues au titre du dénouement de l'opération dont les titres ont fait l'objet et dont procède leur virement ».

La chambre de règlement/livraison, en raison de l'activité qu'elle exerce, peut être rapprochée de l'entreprise, envisagée par le Règlement général de l'AMF, qui assure le fonctionnement d'un système de règlement/livraison⁴⁵, cette entreprise pouvant être distincte du dépositaire central même si celui-ci est actuellement autorisé à gérer un tel système⁴⁶, ce qui est le cas d'Euroclear France. La terminologie est toutefois nouvelle car aucun texte ne parle de chambre de règlement/livraison. Tout au plus voit-on, dans les textes, l'expression de « gestionnaires de système de règlement et de livraison »⁴⁷. Par ailleurs, la chambre de règlement/livraison est nettement distinguée du conservateur central des émissions alors que le dépositaire central cumule actuellement les fonctions assumées par eux.

La chambre de règlement/livraison ne doit pas être confondue avec les chambres de compensation⁴⁸ dont le rôle traditionnel est d'assurer la surveillance des positions, l'appel des marges, le cas échéant la liquidation d'office des positions, et de veiller ou d'assurer le dénouement des transactions⁴⁹. Cette dernière tâche pourrait créer un trouble car l'offre de loi indique que la chambre de règlement/livraison participe au dénouement des transactions dont elle est saisie.

Ce trouble est toutefois plus apparent que réel car, contrairement aux chambres de compensation⁵⁰, la chambre de règlement/livraison demeure totalement extérieure aux transactions ; si elle valide le virement et achemine éventuellement des fonds, elle n'en est jamais une partie à la transaction dénouée ou son garant.

Il n'en demeure pas moins que son rôle est essentiel dans la réalisation du transfert des valeurs mobilières car ce sont les données, indicatives et quantitatives, des valeurs mobilières que la chambre de règlement/livraison fait circuler qui permettent de débiter le compte-

42. Art. 2, Offre de loi.

43. Exposé des motifs, p27.

44. Exposé des motifs, p29.

45. Cf. Art. 560-2, RG AMF.

46. Art. 550-1, al. dernier, RG AMF.

47. Art. 560-3, RG AMF.

48. Les chambres de compensation sont régies aux articles 541-1 et s., RG AMF.

49. Bonneau et Drummond, *Droit des marchés financiers*, op. cit., n° 533 et s.

50. Sur l'interposition des chambres de compensation, v. Bonneau et Drummond, op. cit. n° 856 et s.

titres du titulaire qui livre les valeurs mobilières et, corrélativement, créditer le compte-titres du titulaire qui reçoit celles-ci.

Date du dénouement et transfert de propriété

Ces crédits et ces débits sont, aux termes de l'article 26, déterminants pour l'acquisition et la perte de la propriété des titres négociés puisque c'est le crédit des titres qui fait acquérir la propriété et c'est le débit qui la fait perdre.

Ces crédits et débits intervenant le jour du dénouement de l'opération, ils traduisent nécessairement les règlements/livraisons de sorte que le transfert de propriété est lié, dans l'offre de loi, au dénouement de l'opération comme il l'est actuellement dans les textes en vigueur. Il est vrai que l'article L 211-17 du Code monétaire et financier, s'il lie le transfert de propriété à l'inscription au compte-titres de l'acquéreur, ne vise pas le dénouement effectif de l'opération. Mais on sait que c'est à ce moment-là, selon le Règlement général de l'AMF, que le transfert de propriété intervient⁵¹.

Sécurité du teneur de compte-conservateur

Si l'offre de loi n'innove pas sur le terrain du moment où s'opère le transfert de propriété, elle n'innove pas plus en ce qui concerne la sécurité du teneur de compte-conservateur⁵² en prévoyant, dans le dernier alinéa de l'article 26, que « si un des titulaires n'a pas, à la date du dénouement d'une opération, la provision titres ou espèces suffisante pour livrer ou régler, le teneur de compte qui a livré ou payé devient propriétaire des titres ou des espèces à titre de garantie ».

Cette disposition reprend en effet les dispositions de l'article L 211-18 du Code monétaire et financier selon lequel « Lorsqu'un intermédiaire mentionné à l'article L 211-3 procède à la

livraison des titres ou au paiement du prix en se substituant à son client défaillant, il acquiert la pleine propriété des titres financiers ou des espèces reçus de la contrepartie. Les dispositions du livre VI du code de commerce ne font pas obstacle à l'application du présent article. Aucun créancier du client défaillant ne peut opposer un droit quelconque sur ces titres financiers ou espèces ».

Jouissance des titres

On peut faire la même observation à propos des dispositions de l'article 27 selon lequel « sauf dérogations prévues par les règles des marchés réglementés ou des systèmes multilatéraux de négociation, les droits attachés aux titres sont exercés, par le titulaire qui reçoit, dès la date de la négociation, de l'échange ou de la transmission » : ce texte ne fait en effet que reprendre les règles actuelles de l'article 570-6 du Règlement général de l'AMF⁵³.

Ces dispositions ont pour objectif de maintenir, en date de négociation, la date du transfert des droits économiques (opérations sur titres, coupons), pour ne pas remettre en cause les pratiques traditionnelles telles que l'attribution des droits à l'acheteur et la capacité de revendre les titres immédiatement après l'achat. Elles ne manquent toutefois pas de paradoxe car faute d'être propriétaire à la date de la revente, l'acheteur procède, au moins en apparence, à la vente de la chose d'autrui qui est en principe nulle selon l'article 1589 du Code civil.

À cet égard, l'offre de loi n'est pas sans mérite car elle donne un fondement à la règle dérogeant à la prohibition, un texte professionnel homologué par arrêté ministériel constituant, sans aucun doute, un support inapte à déroger à une règle législative.

Conclusion

C'est là un mérite supplémentaire à mettre au crédit de l'offre de loi. Toutefois l'essentiel est certainement ailleurs : il réside dans l'appréhension cohérente, sécurisée et claire des opérations de transfert de titres négociés. Peu importent les cascades que l'on peut rencontrer, les clients étant titulaires de comptes-titres auprès de teneurs comptes-conservateurs qui eux-mêmes sont en compte auprès d'une chambre de règlement/livraison.

Peu importe également que les transferts fassent intervenir une telle chambre et qu'ils se repercutent sur les masses que le conservateur central est chargé de surveiller pour éviter la création artificielle de titres. Les titres de transfert de valeurs mobilières s'opèrent de compte-titres à compte-titres sans transiter par la chambre de règlement/livraison et par le conservateur central. Cela parce que seules les inscriptions en compte-titres matérialisent les valeurs mobilières. Ce qui montre bien qu'une seule règle irradie l'ensemble de l'offre de loi et qu'elle lui en donne toute sa cohérence. ■

51. Art. 570-2, RG AMF.

52. Exposé des motifs, p29.

53. Art. 570-6, RG AMF: « En cas de négociations effectuées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, l'acheteur bénéficie, dès le jour de l'exécution de l'ordre, de la propriété des droits financiers détachés entre le jour de la négociation et la date de l'inscription des titres en compte.

Par dérogation, les règles d'un marché réglementé ou d'un système multilatéral de négociation peuvent prévoir que, pour tout ou partie des titres de créance admis à la négociation, l'acheteur ne bénéficie de la propriété de ces droits financiers qu'une fois intervenu, à son profit, le transfert de propriété des instruments financiers ».



Projets internationaux en matière de droit des titres Perspectives et enjeux

par France Drummond,
Agrégée des facultés de droit
Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)

Le droit français des titres a-t-il une chance de survie? Le modèle français ainsi qu'il est décrit, précisé, conceptualisé, par l'offre de loi, a-t-il un avenir? Question provocante mais question légitime à l'heure où voient le jour deux conventions internationales sur les titres financiers. La première est la Convention de Genève, préparée sous l'égide d'Unidroit, adoptée le 9 octobre 2009⁵⁴, ouverte à la signature. La seconde est le projet de législation sur les titres, annoncé par la Commission européenne pour le premier semestre 2010⁵⁵. Ces textes ont vocation à unifier le droit matériel applicable aux titres inscrits en compte.

L'origine de ces travaux est commune: il s'agit de l'action menée par des organisations non gouvernementales cherchant à sensibiliser les États aux risques nés du défaut persistant de fluidité des transactions transfrontières. Le rapport de l'OICV et de la BRI en 2001⁵⁶, le Plan

d'action pour le règlement/livraison du G30 en 2003⁵⁷, relayés au niveau européen par les deux rapports Giovannini⁵⁸ publiés sous l'égide de la Commission européenne, ont fait le même constat: la généralisation de la dématérialisation a considérablement simplifié les modalités techniques des transactions transfrontières, la croissance exponentielle de ces transactions comme l'internationalisation des chaînes de détention des titres révèlent que les opérateurs ont tiré parti des opportunités ouvertes par la technique, et pourtant, la rapidité, le coût⁵⁹ et la sécurité⁶⁰ de ces opérations ne sont pas satisfaisants. Or ce sont 50 billions d'euros en titres qui sont détenus dans les chaînes d'intermédiation, des transactions quotidiennes innombrables, un volume de transferts en garantie qui excède le PIB mondial tous les 15 jours... dès lors, ces insuffisances affectent la stabilité de la politique monétaire des banques centrales et la liquidité de l'ensemble du système financier moderne⁶¹.

À partir de ce constat, une même analyse: l'incertitude juridique est pointée par ces différents rapports comme l'une des causes majeures des défauts stigmatisés. Cette incertitude présente un double aspect. Le premier est la diversité d'analyse et de traitement des inscriptions en compte par les systèmes juridiques. Ne s'agissant que de cela, la difficulté se serait résumée à une question de connectivité entre les systèmes juridiques, et un texte de droit international privé aurait permis de la résoudre. C'est bien dans cette voie d'ailleurs que se sont d'abord engagés les États en signant une première convention internationale sur la loi applicable: la Convention de La Haye du 13 décembre 2002⁶². On sait l'échec de cette convention⁶³... Celle-ci n'est pas aujourd'hui au cœur du propos, l'actualité est ailleurs. Car ces études ont révélé, au-delà de la diversité des systèmes, une deuxième difficulté: les insuffisances des systèmes juridiques internes.

54. Convention d'Unidroit sur les règles matérielles applicables aux titres intermédiaires dite «Convention de Genève sur les titres»: <http://www.unidroit.org/french/conventions/2009intermediatedsecurities/main.htm>

55. Communication de la Commission européenne: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_fr.htm; adde Info-Letter on post-trading November 2009, p.6; http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/newsletter/index_en.htm

56. OICV/BRI Recommandations pour les systèmes de règlement de titres, Novembre 2001, disponible sur <http://www.bis.org/publ/cpss46fr.pdf>.

57. The Group of Thirty, Global Clearing and Settlement – A Plan of Action, 2003; cf. <http://www.group30>, notamment p.109 et s.

58. Les rapports Giovannini de 2001 et 2003 ont analysé trois domaines de difficultés dans le secteur du post-marché, relatifs, aux exigences techniques et aux pratiques des communautés nationales, à la fiscalité et à la sécurité juridique. Il sont disponibles sur le site de la Commission européenne: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_fr.htm

59. F. Demarigny, Banque news n°2, avril 2009: le règlement et la livraison d'une transaction domestique oscille entre 45 cts et 3€ selon les pays, alors que

son prix moyen reste en moyenne à 25€ pour une transaction transfrontière

60. Il est sans doute inutile de revenir sur la faillite de Lehman et aux interrogations qu'elle suscite sur le sort des titres, les droits des investisseurs ou les obligations des intermédiaires, pour illustrer le chemin qui reste à parcourir.

61. F. Demarigny, art. préc.

62. Convention de la Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, ratifiée le 5 juillet 2006 par les États-Unis et la Suisse; Texte disponible sur le site www.hcch.net. Sur cette convention, v. notamment, M. Germain, C. Kessedjian, La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de la Haye de décembre 2002, Rev. Crit. DIP, 93 (1) janvier-mars 2004, p.49; H. de Vauplane et F. Nizard, Les titres inscrits en compte en droit international privé, Mel AEDBF, III, Banque éd. 2001, p.401.

63. Communiqué de la Commission européenne, 25.03.2009, «La Commission retire la proposition de décision du Conseil concernant la signature de la convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire».

La plupart des États n'ont entrepris aucune réflexion et aucune réforme de fond à la suite de la dématérialisation et continuent à s'interroger sur l'impact de l'incorporalité des titres sur les droits du titulaire du compte.

Un même constat, une même analyse... tout concourait à une même proposition : cette proposition, c'est l'uniformisation des règles matérielles, gouvernant tant les transactions internationales que les transactions internes sur les titres. Une harmonisation, voire, une unification. L'unification du droit, dont Montesquieu disait qu'elle est de ces idées « qui saisissent quelquefois les grands esprits (...) mais qui frappent infailliblement les petits⁶⁴ »... une vieille lune, censée hier assurer la paix universelle, supposée aujourd'hui améliorer la sécurité juridique, diminuer les coûts induits par la diversité des droits, en un mot, faciliter les échanges... La Convention de Genève sur les titres du 9 octobre 2009, et le Projet de législation européenne sur les titres sont les fruits de cette proposition.

Qu'ils harmonisent ou qu'ils unifient, ces textes vont nécessairement affecter notre système. La question est : de quelle manière ? Le modèle français va-t-il sortir conforté par une consécration internationale, ou écarté au profit d'un modèle jugé plus compétitif que nous serons tenus d'adopter, soit parce qu'il nous sera imposé juridiquement soit parce que, devenu la référence mondiale, il s'imposera économiquement ?

L'issue est incertaine. La menace est réelle. Pour bien le comprendre il convient de remettre les choses en perspective. Autrement dit rappeler d'où l'on vient, avant de se demander où l'on va.

D'où l'on vient ?

Pour l'apprécier, sans doute est-il nécessaire de rappeler les forces en présence et les intérêts en jeu.

Les forces en présence

Sur l'échiquier international, trois grands blocs peuvent être distingués, le premier pour archétype le système français, le second, le système américain, le troisième bloc est celui des indécis.

Le système français a été développé. Nous rappellerons simplement que nous avons été les premiers à généraliser la dématérialisation et que la bascule technique du papier à l'écriture en compte a été un plein succès. Les nouveaux systèmes mis en place se sont avérés sûrs et efficaces.

La preuve en est que 3 ou 4 établissements français se sont rapidement hissés parmi les dix plus grands établissements teneurs de compte, rang mondial disproportionné par rapport à l'importance de la place financière de Paris. Cette avance aurait pu être déterminante si notre analyse juridique avait suivi.

Or, si nous avons instauré quelques protections juridiques qui ont fait beaucoup pour le succès du modèle français - le cahier des charges du teneur de compte-conservateur, le droit de l'investisseur de revendiquer son titre, l'interdiction des saisies à l'échelon supérieur... -, notre système juridique n'a pas été repensé et la doctrine s'est divisée, engendrant une incertitude d'analyse qui a gêné la lisibilité de notre droit et sa diffusion comme modèle dans les instances internationales.

Depuis l'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009, et avec cette offre de loi, les choses sont enfin clarifiées :

- ▶ l'inscription en compte constitue le titre lui-même ;
- ▶ ce titre est dans le compte-titres ouvert au

nom du propriétaire du titre par son teneur de compte-conservateur ;

- ▶ les titres ne sont pas déposés chez le dépositaire central ;
- ▶ l'investisseur a un droit de propriété sur son titre ; il a un droit direct contre l'émetteur du titre : c'est lui l'actionnaire ou l'obligataire.

Autrement dit, le droit français, en dépit de la dématérialisation, maintient une analyse fondée sur le droit de propriété.

Nos alliés sont les pays de l'Europe du Sud, l'Espagne, l'Italie, et, dans une moindre mesure, l'Allemagne, la Belgique... même si les systèmes sont un peu différents, ces États préservent une analyse fondée sur le droit de propriété : l'investisseur reste le propriétaire - ou copropriétaire - des titres ; il a une relation directe avec l'émetteur.

Le second bloc a pour modèle **le système américain**. Venus à la dématérialisation plus tard que la France, les États-Unis ont entrepris plus tôt que nous une vaste réflexion sur leur droit des titres. La crise du *back-office* de la fin des années soixante a révélé la complexité et l'insécurité des chaînes de détention des titres. Un groupe de travail, constitué de praticiens et d'universitaires, a alors été constitué, avec pour mission de concevoir un système qui facilite et sécurise la compensation et le règlement/livraison des titres inscrits en compte et d'habiller ce système d'un dispositif juridique lisible. Cette réflexion a abouti à la conclusion que les opérations seraient considérablement facilitées si l'on considérait que les titres étaient immobilisés chez le dépositaire central et qu'ils n'étaient pas dans des comptes ouverts au nom des investisseurs. Conclusion entérinée par l'article 8 du UCC⁶⁵.

Dans ce système :

- ▶ le titre émis par la société est déposé et immobilisé chez le dépositaire central ;
- ▶ l'inscription dans les comptes ouverts aux investisseurs n'est pas le titre émis par la société mais un titre dérivé du titre émis

64. *De l'Esprit des lois*, Livre XXIX, chap. XVIII.

65. Carl S. Bjerre, S. Rocks, *The ABCs of the UCC, Article 8: Investment Securities*, 2^{de} éd., *Business law*, ABA; Charles W. Mooney, J.R., Sandra M.

Rocks, & Robert S. Schwartz, *An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities*, 49. *Bus. Law*. 1891, 1891-1902 (1994).

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

par la société, et créé par l'intermédiaire du teneur de compte lui-même, dénommé Security Entitlement;

- ▶ l'investisseur n'est donc pas propriétaire du titre émis par la société, il n'a pas de droit direct contre l'émetteur du titre;
- ▶ l'investisseur a un Security Entitlement: autrement dit un « package » de droits spécifiques contre l'intermédiaire, précisément décrits par le Code.

Leurs alliés? Le plus fidèle est la Suisse qui a basculé, le 1er janvier 2010, dans le *Security Entitlement* avec l'entrée en vigueur de la Loi fédérale sur les titres intermédiés (LTI) du 3 octobre 2008, réalisant ce qui a pu être qualifié de « saut épistémologique »⁶⁶. Dans une moindre mesure, les Britanniques, en utilisant le mécanisme du *trust*, arrivent au même type de modèle: le dépositaire a la *legal ownership*, l'investisseur n'ayant, quant à lui, que le *beneficial ownership* du titre émis par la société émettrice.

Enfin, et c'est le troisième bloc, **le bloc des indécis**: les États qui n'ont pas encore pris position, qui sont proches du système français parce qu'ils ont maintenu l'analyse antérieure en termes de droit de propriété, mais qui peuvent basculer... ceux qu'il convient de convaincre. Parmi eux, la Chine: le système chinois est un système transparent:

- ▶ les titres sont déposés chez le dépositaire central;
- ▶ le dépositaire central tient lui-même les comptes des investisseurs;
- ▶ l'investisseur a un droit de propriété sur son titre et une relation directe avec l'émetteur.

Le dépositaire central Chinois tient aujourd'hui 150 millions de comptes-titres. Le système ne pourra sans doute plus tenir très longtemps. La Chine réfléchit à la manière d'introduire une intermédiation. Quel système? Le système français? Ou le système américain? Qui emportera

le marché? Quel modèle va s'imposer? C'est aborder déjà la question des intérêts en jeu.

Les enjeux

On comprend bien avec la question de l'évolution du modèle chinois que si les enjeux sont d'abord juridiques, ils ne sont pas seulement juridiques⁶⁷.

L'enjeu consiste tout d'abord pour chaque État à tenter de préserver son système – le dispositif qui régit son droit des titres –, mais au-delà, parce que ce dispositif est profondément ancré dans d'autres branches du droit – le droit des biens, le droit des sociétés, le droit des contrats –, l'intégrité de l'ensemble de son système juridique. Cela signifie d'abord préserver les concepts. L'actionnaire, le titre, le compte-titres... termes communs aux trois systèmes, sont des concepts significativement différents et seraient évidemment malmenés par le basculement d'un système à l'autre. Cela veut dire aussi préserver une cohérence.

On comprend bien que tant le système américain que le système français sont des tous, cohérents – c'est ce qui fait leur force, et leur fragilité – et qu'ils s'accommoderont mal des apports extérieurs. Or, les instruments prévus sont des conventions internationales, voire des règlements, qui pourraient s'insérer directement dans les corpus juridiques, au risque d'en détruire l'unité et la logique.

Il ne s'agit pas toutefois de s'accrocher à un système pour l'esthétique de sa cohérence ou la familiarité que l'on entretient avec ses concepts. Derrière la légalité formelle, c'est l'esprit ou, plus encore, ce sont les fins de ces systèmes qui diffèrent. En la matière ces fins sont à rechercher en dehors du droit; le droit est ici l'instrument d'une certaine politique économique.

Les enjeux sont donc aussi politiques: on en

relèvera trois, trois objectifs majeurs assignés par la politique au système juridique français et qui seraient menacés si un modèle de type américain, qui traduit d'autres priorités, devait s'imposer.

Le premier objectif est celui de la protection de l'investisseur. Le droit français favorise la protection de l'investisseur par l'affirmation du droit de propriété du porteur sur son titre et par une forte régulation des teneurs de compte-conservateurs. Le système américain, dans une approche qualifiée parfois de plus « dynamique », donne la priorité au commerce financier, en augmentant la masse des actifs financiers, et en amplifiant ainsi la collatéralisation. Le mécanisme peut être ainsi illustré: pour une action Coca-Cola déposée chez le dépositaire central, il y aura autant de Security Entitlement que d'intermédiaires. Le dépositaire central crée le premier titre dérivé de l'action Coca-Cola; le premier intermédiaire y souscrit et crée lui-même, en représentation de ce premier titre dérivé de l'action, un nouveau titre. Le deuxième intermédiaire souscrit à ce nouveau titre et crée lui-même, en représentation de ce nouveau titre, un titre dérivé, dérivé du deuxième titre, lui-même dérivé du premier titre dérivé de l'action Coca-Cola... L'ensemble de ces titres sont des actifs financiers différents, mais qui sont créés à partir du même sous-jacent, l'action Coca-Cola déposée chez le dépositaire central. Ces actifs différents constituent une masse considérable susceptible d'être donnée en garantie...

Le second objectif est celui de l'intégrité des émissions autrement dit, de la préservation de l'étanchéité du système. Le droit français fait en sorte qu'il ne puisse y avoir plus de titres en circulation que de titres émis. Le respect de ce principe est assuré par la dévolution d'un rôle spécifique au Conservateur central qui atteste à chaque instant de la correspondance entre le nombre de titres émis et le nombre de titres

66. Luc Thévenoz, « Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédiés: un saut épistémologique », in *Wirtschaft zu Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, Berne: Stämpfli, 2005, pp.681-712.

67. Sur ces enjeux, v. notre article, *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Etudes de droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier, Economica*, 2008, p.147; *Intermediated securities: reflections on a new concept in French financial markets law, Law and Financial Markets Review*, Sept. 2007, p.435.

inscrits dans les comptes-titres, et par la ségrégation des comptes et la comptabilité en partie double, imposées aux teneurs de comptes conservateurs. Le droit américain n'envisage pas globalement le système; il est centré sur la relation de l'intermédiaire et de son client: la seule réconciliation est entre ces deux niveaux: le nombre de titres inscrits dans le compte ouvert à l'intermédiaire au niveau supérieur, doit être au moins égal au nombre de titres qu'il détient pour ses clients.

Le troisième objectif est celui du contrôle des émetteurs par « l'investisseur final ».

En consacrant le droit de propriété de l'investisseur sur les titres inscrits à son compte, le droit français maintient le lien direct entre l'émetteur et l'investisseur. Seul l'investisseur a la qualité d'actionnaire; il est seul investi du droit de vote: l'intermédiaire n'a pour fonction que de faciliter l'exercice de ses droits. Le droit américain ne confère pas à l'investisseur final la propriété du titre. L'investisseur peut-il alors être qualifié d'actionnaire? Sur quel fondement lui reconnaître un droit de vote? Les systèmes juridiques qui ont reçu le *Security Entitlement* ont trouvé des palliatifs, ils ont eu recours au contrat... Palliatif insatisfaisant qui engendre des pratiques de professionnalisation du vote, d'*overvoting* ou d'*empty voting* aujourd'hui dénoncées aux États-Unis⁶⁸.

Au-delà de ces enjeux juridiques et politiques, c'est un enjeu économique plus prosaïque - mais essentiel - qu'il convient de rappeler. Les établissements français et américains se partagent le marché de la conservation des titres. La France a accédé à un rang exceptionnel au regard de l'importance de la place financière française ainsi que nous l'avons rappelé. Ces établissements diffusent, partout où ils sont installés, le

modèle français de détention des titres. Quid si le *Security Entitlement* s'impose juridiquement, ou économiquement - si la Chine bascule dans ce système -? L'industrie du titre en sera profondément affectée. C'est tout un modèle opérationnel qu'il conviendra de revoir. Les établissements français perdront leur avance technique, se positionneront difficilement sur les nouveaux marchés, les juristes français verront ces problématiques leur échapper... C'est tout un pan de notre économie qui sera ainsi en recul.

Étant donné ces enjeux, étant rappelée l'importance des différences qui séparent les systèmes juridiques en présence, l'unification préconisée était-elle envisageable? Les États ont voulu le croire et se sont engagés dans un processus difficile dont l'issue apparaît incertaine.

Après avoir rappelé d'où l'on vient, tentons d'imaginer où l'on va...

Où l'on va?

C'est difficile à dire... Les États ont privilégié la voie de la conciliation fonctionnelle des systèmes juridiques. On peut douter aujourd'hui de la légitimité de la démarche et chercher des voies alternatives.

L'unification par la conciliation fonctionnelle

Face à l'antagonisme des systèmes, les rédacteurs de la Convention Unidroit comme la Commission européenne ont fait le choix d'une approche « fonctionnelle ». Devant l'irréductible différence de l'esprit et des concepts, la neutralité a paru le parti le plus sage⁶⁹. Comment résumer l'approche?

- ▶ additionner les objectifs sans les hiérarchiser,
- ▶ formuler des règles par référence aux résultats en évinçant l'analyse
- ▶ utiliser un langage aussi neutre que possible, en bannissant les concepts: la propriété, l'actionnaire, la créance, la revendication... sont exclus du vocabulaire de ces textes...

Cette voie ménage-t-elle le modèle français?

I) La Convention de Genève sur les Titres

Le Comité d'étude d'Unidroit a abordé la question en septembre 2002 en se donnant deux objectifs: améliorer la fiabilité interne et la compatibilité des systèmes⁷⁰. Au terme de 7 ans de discussions et de négociations, le 9 octobre dernier, la France a signé l'acte final comme les 36 États qui étaient présents et la Commission européenne. Il ne s'agit que de prendre acte de la tenue de la conférence et de l'adoption du texte. La Convention elle-même n'a pas été signée, sauf par le Bangladesh. La France garde la liberté de signer ou non la Convention.

Il s'agit d'un texte ambitieux posant les règles matérielles d'un véritable droit international des titres inscrits en compte:

Pour l'essentiel: il définit

- ▶ les droits dérivant du crédit de titres à un compte de titres;
- ▶ les différentes méthodes de transfert des titres, et de constitution de garantie
- ▶ les règles concernant l'irrévocabilité des instructions
- ▶ les rangs de priorité entre des droits concurrents sur des titres; la protection de l'acquéreur de bonne foi de titres;
- ▶ les droits et obligations du titulaire de compte et de l'intermédiaire;
- ▶ le régime de répartition des pertes...

68. Kahan, Marcel and Rock, Edward B., *The Hanging Chads of Corporate Voting*. *Georgetown Law Journal*, Vol. 96, p.1227, 2008; *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 07-18*; *NYU Law and Economics Research Paper No. 07-29*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1007065>. Le droit américain permet à l'investisseur final d'exprimer son opinion en imposant aux intermédiaires, à chaque niveau de la chaîne, de voter conformément aux instructions reçues par le titulaire du compte qu'il tient. Le droit de l'investisseur final de faire valoir son point de vue à l'assemblée ne trouve pas sa source dans la propriété de l'action mais dans l'obligation faite à l'intermédiaire de recueillir et d'exprimer, à chaque niveau, le vote du titulaire du compte. La loi suisse

affirme que l'étape de la création de titres intermédiaires n'a aucune incidence sur les droits de l'investisseur à l'encontre de l'émetteur; le texte ne règle ni le versement d'intérêts et de dividendes, ni l'exercice des droits préférentiels ou des droits sociaux mais prévoit que ces questions sont l'objet de conventions contractuelles (sic) entre l'investisseur, l'intermédiaire et l'émetteur.

69. L. Thévenoz, *Intermediated Securities, Legal Risk, and the International Harmonisation of Commercial Law*, 13 *Stan. J.L., Bus. & Fin.* 2007.

70. V. l'historique du processus et les travaux préparatoires sur le site de l'organisation: <http://www.unidroit.org/french/conventions/2009intermediatedsecurities/etude78-archive-f.htm>

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres

Quel sera l'impact de ce texte sur le modèle français? Cela dépend: nous avons le choix de signer ou de ne pas signer la convention. Si nous signons, nous menaçons l'intégrité de notre système, sa substance comme sa cohérence.

Quant à la substance, l'approche fonctionnelle était censée permettre à chaque État d'adopter la convention sans dénaturer son système. C'est en partie réussi. Nous sommes globalement « Unidroit compatibles ». Il n'en reste pas moins que le texte est profondément imprégné par le Security Entitlement américain. La neutralité est en effet très difficile à tenir et l'approche fonctionnelle a rapidement trouvé ses limites. On en donnera les exemples les plus significatifs: aux termes de la Convention,

- ▶ l'inscription en compte confère, comme le *Security Entitlement*, un package de droits au titulaire du compte⁷¹;
- ▶ le compte-titres n'est pas seulement le compte ouvert entre l'investisseur et son intermédiaire, mais tout compte ouvert par un intermédiaire à quelque niveau de la chaîne⁷²;
- ▶ l'inscription en compte peut être multiple pour un même titre et correspondre selon les cas à un usufruit, un nantissement, une garantie⁷³...

Ces dispositions supposent un parti pris sur la nature de l'inscription en compte inconciliable avec notre approche qui voit, dans l'inscription en compte, le titre lui-même. Leur importation suffirait à fissurer notre système.

Quant à la forme, le document est lourd, l'instrument est indigeste, difficilement compréhensible, inutilisable par ceux qui n'ont pas participé à l'intégralité du processus, sauf à se référer constamment au commentaire officiel de plus de 200 pages... Or il s'agit d'une conven-

tion internationale qui s'insérerait, telle quelle, dans notre système juridique et en briserait la cohérence.

Aussi pouvons-nous décider de ne pas signer la Convention. Si nous ne signons pas, nous préservons notre système. Ce n'est pas dire que la Convention ne l'affectera pas indirectement; le texte va être largement diffusé et l'on peut craindre que la conception américaine qui l'imprègne ne devienne la norme internationale, contraignant économiquement les intermédiaires français à abandonner le modèle français.

Le risque nous paraît toutefois résider davantage dans le texte européen que dans la Convention de Genève.

2) Le projet européen

C'est à ce niveau que va se jouer la survie du modèle français. La Commission européenne s'est saisie de la question en 2004⁷⁴. Elle a mandaté un groupe d'experts, le Groupe Sécurité Juridique⁷⁵ et, au vu de son avis, le Commissaire McCreevy et le Conseil ECOFIN, ont invité la Commission, en décembre 2008, à agir en vue d'une harmonisation du cadre juridique des titres intermédiés⁷⁶. Le calendrier est serré, la Commission envisage une mesure législative pour le premier semestre 2010. Le projet n'est pas encore diffusé, on peut toutefois avoir une idée relativement précise de son contenu: une consultation préalable de la Commission, close le 11 juin dernier, a dévoilé les grandes lignes de l'instrument⁷⁷. Il apparaît directement inspiré par la Convention Unidroit.

Quel sera son impact sur le modèle français?

Il est trop tôt pour le dire: c'est en termes de risques que l'on peut poser les choses.

- ▶ risque de voir importer au niveau européen le dispositif Unidroit;
- ▶ risque de voir ce système imposé par le biais d'un règlement, la nature de l'instrument n'étant pas encore fixée.

Le risque nous paraît trop important, au regard des enjeux, pour que nous ne réagissions pas. Or la réaction est légitime. La démarche - cette méthode de conciliation des systèmes par une approche fonctionnelle - a été décidée en 2003 par les experts d'Unidroit. À une époque où chacun des systèmes pouvait se prévaloir d'un certain nombre d'atouts. Les temps ont changé, et ce changement devrait nous conduire à réévaluer ce choix et à explorer des voies alternatives.

Les voies alternatives

La crise justifie, - exige - une relecture des travaux en cours. Il était trop tard pour Unidroit, le procédé lourd, complexe, était trop avancé. En revanche, il est encore temps pour le projet européen de réexaminer des travaux préparatoires aujourd'hui anachroniques. Trois questions nous paraissent devoir guider cette relecture: L'objectif est-il encore d'améliorer la fluidité des transactions transfrontières? Ne peut-on aujourd'hui en douter?

Certains en doutent. Sous l'intitulé « Liquidité et fluidité excessive à la racine de la crise », dans une analyse publiée dans *Le Monde* du 19 septembre dernier, André Orléans, directeur de recherche au CNRS, défend la thèse qu'il faut segmenter les marchés pour limiter les risques. « Il est impératif d'introduire une certaine dose de segmentation et de cloisonnement dans la finance internationale. Telle est la condition pour que l'on assiste à une transformation des

71. Article 9, Convention de Genève sur les Titres

72. Article 1, c), Convention de Genève sur les Titres

73. Article 11, 4., Convention de Genève sur les Titres

74. Communication de la Commission du 28 avril 2004 : Négociation des valeurs mobilières: la Commission présente sa stratégie et ses priorités en matière de compensation et de règlement-livraison, IP/04/551, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/04/551&format=HTML&aged=0&language=FR&guiLanguage=en>

75. Groupe d'expert sur les questions de sécurité juridique liées à la compensation et au règlement-livraison constitué par la Commission européenne ;

communiqué de presse de la Commission du 1.2.2005, IP/05/123. Deuxième avis du Groupe Sécurité juridique, 22/08/2008 ; http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_fr.htm ;

76. Le Conseil ECOFIN, dans ses conclusions du 2 Décembre 2008, a invité la Commission à présenter, en urgence, une feuille de route des mesures législatives devant être prises en vue d'une harmonisation du cadre juridique des titres intermédiés : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/securities-law/index_fr.htm

77. Consultation publique de la Commission http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/securities_law_en.htm



pratiques financières ». L'idée écrit-il est que « la régulation financière doit avoir pour objectif stratégique non pas de promouvoir la liquidité et la fluidité mais de faire en sorte que les instabilités qui sont dans la nature de la finance de marché conservent des tailles maîtrisables sans activer le risque systémique. Pour ce faire, il s'agit de s'opposer à leur diffusion.

Rappelons que c'est une telle propagation qui a transformé un accident au départ limité à un segment fort réduit de la finance américaine, les subprimes, en un chaos planétaire, multipliant par mille les pertes encourues ». On peut ne pas être d'accord, mais la question mérite d'être posée; n'y a-t-il pas des objectifs prioritaires? Admettons que l'objectif demeure – la fluidité des transactions transfrontières –, suppose-t-il une unification du droit?

On sait que l'unification du droit matériel ou sa quête génère des coûts financiers et sociaux élevés au nombre desquels l'appauvrissement

du droit figure en bonne place car il n'y a pas de progrès du droit sans innovation, et les chances d'innovation sont multipliées par la diversité des droits⁷⁸. Ce qui faisait écrire au Doyen Carbonnier: « ceux qui se dévouent à unifier le droit pourraient bien travailler *bona fide* à son arrêt de mort »⁷⁹.

Une règle uniforme de droit international privé ne suffirait-elle pas à gérer la diversité des systèmes? D'ailleurs l'objectif d'une règle uniforme de droit international privé n'est pas abandonné, il est repris dans le projet européen de droit des titres. Et l'orientation sur ce point est rassurante: il semble que l'on s'attache à préserver l'acquis européen en privilégiant le critère de la localisation du compte-titres. L'intégrité des différents systèmes serait ainsi préservée.

Admettons que la voie de l'unification du droit matériel soit toujours privilégiée, l'unification doit-elle nécessairement passer par la conciliation fonctionnelle des systèmes?

Si l'on reprend les travaux sur les méthodes d'unification du droit, et notamment les écrits de Hamel⁸⁰ ou la doctrine italienne⁸¹, ils enseignent qu'après une étude approfondie de droit comparé, après la définition de l'objectif à atteindre, l'élaboration de la loi uniforme suppose:

- ▶ soit de rechercher une voie améliorée en conciliant les atouts des différents systèmes;
- ▶ soit d'opter pour la meilleure des solutions préexistantes.

La crise a été un véritable stress test pour les systèmes juridiques de détention des titres. Confronté à cette situation exceptionnelle, le système français a mieux résisté que d'autres. Pour plusieurs raisons au nombre desquelles le modèle juridique de détention des titres.

Parallèlement, avec aujourd'hui un recul suffisant, les travaux de recherche évaluant le système américain se multiplient aux États-Unis et dénoncent l'incompatibilité du système de

78. Y.-M. Laithier, *Droit comparé*, Dalloz, 2009, p. 23 et s. et les références citées.

79. Carbonnier, *Préface à la thèse de A. C. Papachristos La réception des droits privés étrangers comme phénomène de sociologie juridique*, LGDJ 1975, p. XV.

80. Hamel, « L'Unification du droit », éd. Unidroit, 1948, p. 278 et s.

81. R. Sacco, *La diversité des droits : à propos des problèmes d'unifica-*

tion, in *Mélanges en l'honneur de Carlo Augusto Cannata*, Bâle, Helbing et Lichthenhahn 1999, p. 411. ; M. Pilotti, *Les méthodes de l'unification*, Actes du Congrès international de Droit Privé, éd. Unidroit, 1951, p. 335 ; M. Matteucci, *Les méthodes de l'unification du droit*, éd. Unidroit, 1956.

Spécial Conférence n°34

Offre de loi sur le droit des titres



détention des titres avec les aspirations du droit des sociétés. L'une des dernières publications, des Professeurs Kahan et Rock⁸², classée parmi les 10 meilleurs articles de droit des affaires de l'année 2008 par la New York University, appelait à la réforme du système et au retour au droit de propriété de l'investisseur sur le titre.

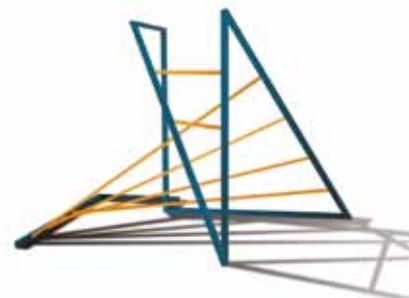
Est-il alors temps de concilier ?

L'offre de loi ne pourrait-elle être cette « meilleure des solutions préexistantes » ? Il n'est pas interdit d'espérer.

Le contexte est favorable : la Convention de Genève n'a pas remporté le succès escompté, - le texte européen n'est encore qu'un projet et les réponses à la consultation préalable révèlent que les États sont partagés sur les orientations proposées... Portée par une volonté politique forte, cette offre de loi ne pourrait-elle être cette voie alternative qui permettrait d'éviter à l'Europe le camouflet d'une impasse ?

Elle prendrait alors tout son sens. Le modèle français aurait un bel avenir. ■

82. Kahan, Marcel and Rock, Edward B., *préc.* ; Charles W. Mooney, Jr., *Law and Systems for Intermediated Securities and the Relationship of Private Property Law to Securities Clearance and Settlement: United States, Japan, and the UNIDROIT Draft Convention*, IMES Discussion Paper Series 2008-E-7 May 2008 : « It appears that the SEC recently has begun to take an interest in the concerns that have been expressed about voting (Press Release, SEC, SEC Announces Agendas and Panelists for Final Roundtables on the Proxy Process (May 23, 2007) available at <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-99.htm>). There is some indication that it may be considering some actions to improve and rationalize the situation. » : The Director of the SEC's Division of Market Regulation recently suggested in a speech that one approach would be disclosures by brokers to their customers concerning voting procedures. Erik R. Sirri, Director of Market Regulation, SEC, *Address to the Securities Industry and Financial Markets Association* (October 16, 2007) available at <http://sec.gov/news/speech/2007/spch101607ers.htm>.



“Structure” de Charles Sauvat, jeune sculpteur, dessinateur et graveur, que l'AFTI accompagne dans sa création artistique.

Spécial Conférence

est un périodique édité par l'AFTI.

AFTI
La dynamique du post-marché

Association Française
des Professionnels des Titres
36, rue Taitbout - 75009 PARIS
Tél. : 01 48 00 52 01
Fax : 01 48 00 50 48

Directeur de Publication : Marcel Roncin
Rédacteur en chef : Marcel Roncin
Comité de rédaction : Ailancy
Crédit photos : Philippe Couette
Réalisation : Café Noir - LFT

Les supports de présentation
sont disponibles
pour les membres de l'AFTI
sur le site Internet de l'association :
www.afti.asso.fr

ISSN : 1262-2109