

LES TITRES DÉTENUS AUPRÈS D'UN INTERMÉDIAIRE (TITRES INTERMÉDIÉS) EN DROIT SUISSE — ASPECTS DE DROIT MATÉRIEL ET DE DROIT INTERNATIONAL PRIVÉ

PAR

FLORENCE GUILLAUME

DOCTEUR EN DROIT, AVOCATE AU BARREAU DE ZURICH

Table des matières

- A. LA DÉTENTION INDIRECTE DES TITRES
- B. LE RÉGIME JURIDIQUE DES TITRES INTERMÉDIÉS EN DROIT SUISSE
 - I. *L'appréhension des titres intermédiés en droit matériel*
 - a) Les titres conservés en dépôt collectif
 - b) Les certificats globaux
 - c) Les droits-valeurs
 - II. *Les règles de conflit applicables aux titres intermédiés*
 - a) Le droit applicable aux titres conservés en dépôt collectif et aux certificats globaux
 - b) Le droit applicable aux droits-valeurs
 - c) Les règles de for applicables aux titres intermédiés
- C. LES ÉVOLUTIONS LÉGISLATIVES EN COURS
 - I. *L'élaboration d'une loi sur les titres intermédiés (LTI)*
 - a) La notion de titres intermédiés introduite par la LTI
 - b) Les principales règles de la LTI régissant le transfert des titres intermédiés
 - II. *L'adhésion à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (CLHTI)*
 - a) Les éléments essentiels de la CLHTI
 - b) Les adaptations souhaitables du droit international privé suisse
- D. CONCLUSION

En Suisse, le régime légal du transfert des valeurs mobilières date d'une époque où les sociétés émettaient des titres matérialisés sur un

support papier que les investisseurs pouvaient détenir physiquement. La société émettrice était alors en contact direct avec les investisseurs qui, pour la plupart, étaient inscrits dans ses registres. Les droits afférents au titre ne pouvant être invoqués ou transférés qu'avec la possession du papier-valeur, les titres étaient amenés à se déplacer à chaque transfert en pleine propriété ou à titre de garantie.

La circulation physique des valeurs mobilières est devenue aujourd'hui l'exception. Les transferts entre les intervenants sur le marché sont réalisés au moyen de mouvements d'écritures qui ne prennent que quelques secondes. Lorsqu'une émission est matérialisée sur un support papier, ce qui est de plus en plus rare, les papiers-valeurs sont généralement conservés auprès d'un dépositaire central où ils sont immobilisés. Le cadre légal suisse n'a pas encore suivi cette évolution pratique et l'on doit encore se référer aux règles applicables aux papiers-valeurs pour appréhender ces nouvelles formes d'échanges financiers. Or, force est de constater que ce cadre traditionnel paraît non seulement désuet au vu de la réalité économique et financière d'aujourd'hui, mais aussi passablement inadapté.

A cela s'ajoute le fait que la majeure partie des transactions financières se réalise dans un cadre international. Or, l'intervention en chaîne de plusieurs intermédiaires financiers situés dans des Etats différents complique la détermination du droit régissant les titres. Les règles de conflit traditionnellement applicables aux papiers-valeurs sont très difficiles à manier en présence de titres immobilisés ou dématérialisés et conduisent à des résultats inattendus voire impossibles à gérer en pratique. Les intermédiaires financiers en viennent ainsi à renoncer à déterminer le régime juridique complet d'une transaction et à se contenter d'en régler uniquement certains aspects de façon fractionnée sur une base contractuelle.

Cette situation d'approximation et d'insécurité juridique n'est pas satisfaisante. Le législateur suisse est en train d'y remédier en élaborant une nouvelle loi sur les titres intermédiés et en envisageant une adhésion de la Suisse à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés. Avant d'analyser l'avènement de ce nouveau droit suisse des titres intermédiés (C), nous exposerons le régime juridique actuel des titres intermédiés en Suisse (B). Un rappel des grandes lignes du système de détention indirecte des titres nous permettra tout d'abord de poser les jalons nécessaires à l'appréhension du sujet (A).

A. – LA DÉTENTION INDIRECTE DES TITRES

Les impératifs de fluidité et de négociabilité rapide et sûre des titres ont provoqué une évolution de leur système de détention. Les titres sont désormais en général déposés auprès du dépositaire central national (*National Central Securities Depository*), qui est en Suisse SegInterSettle (SIS) (1), soit dans un dépôt collectif soit sous forme de certificats globaux représentant la totalité d'une émission. On parle dans ces cas d'immobilisation et de dématérialisation partielle des titres. L'aboutissement de ce processus est réalisé par une dématérialisation complète lorsqu'une émission n'est concrétisée que par une inscription en compte dans les registres du dépositaire central sans aucun autre support matériel. Les titres ne sont alors plus des papiers-valeurs, mais des droits-valeurs (2).

L'investisseur n'acquiert en principe pas les titres directement auprès du dépositaire central, mais passe par l'intermédiaire d'un négociant de titres qui peut être une banque ou tout autre intermédiaire financier qui a des liens contractuels avec le dépositaire central national. L'intermédiaire avec lequel l'investisseur est en contact et qui tient son compte de titres est appelé son intermédiaire direct. Ce dernier est en principe le seul intervenant sur le marché à connaître l'identité de l'investisseur. Ni la société émettrice ni le dépositaire central qui conserve les papiers-valeurs émis ou qui a procédé à l'inscription en compte concrétisant l'émission ne peut identifier les investisseurs de façon individuelle. Ces derniers ne sont en général même plus inscrits dans les registres de la société émettrice.

Le système traditionnel de détention directe des titres dans lequel les droits afférents aux titres (créances, droits sociaux) étaient incorporés dans le titre même et ne pouvaient pas être détenus, transférés ou

(1) SegInterSettle (SIS) est issu de la fusion en 1999 de Sega (*Schweizerische Effekten-Giro AG*) et InterSettle (*Swiss Corporate for International Securities Settlements*). SIS est non seulement le dépositaire central national (*National Central Securities Depository*, CSD) de la place financière suisse, mais également un dépositaire central international (*International Central Securities Depository*, ICSD) offrant des services de clearing, de règlement et de garde des titres nationaux et internationaux. Site internet : « www.sec.sisclear.com/sec/cm/index.htm ».

(2) Certains Etats ont déjà légiféré sur les droits-valeurs. Par exemple, la France a introduit un système entièrement dématérialisé depuis 1984 : la loi n° 81-1160 du 30 décembre 1981 a mis en place un système selon lequel les titres émis en France doivent être enregistrés dans un compte de titres ouvert dans les registres de l'émetteur ou dans les livres d'un intermédiaire financier habilité. Voir à ce sujet F. NIZARD, *Les titres négociables*, Economica, Paris 2003.

nantis indépendamment du papier-valeur (3) a cédé sa place à des systèmes de détention indirecte dans lesquels des inscriptions sur des comptes de titres ont remplacé le transfert physique des titres (4). La plupart des titres cotés en Suisse sont depuis longtemps transférés sans que leur acquéreur ou créancier gagiste ne reçoive le certificat représentant les actions ou les obligations de la société émettrice entre ses mains. Les droits des intervenants sur le marché ne découlent dès lors plus de la possession du titre, mais d'un crédit enregistré sur le compte de titres géré par un intermédiaire financier. Comme les titres circulent au sein du système uniquement par le jeu d'écritures en compte (au moyen de crédits et débits successifs), l'investisseur n'a qu'un droit sur une masse de titres mélangés. Ce droit, qui est représenté par une inscription en compte dans les livres de l'intermédiaire direct, se dilue à chaque niveau d'inscription en compte, au niveau des intermédiaires supérieurs, dans une masse plus grande de titres mélangés. Dès lors que les titres ne peuvent être détenus de façon directe que par une seule personne, tous les autres intervenants financiers composant la chaîne d'intermédiaires détiennent les titres de façon indirecte (ou intermédiée) (5).

Dans le cadre d'une transaction portant sur des titres conservés auprès d'un dépositaire central national à l'étranger, l'intermédiaire direct de l'investisseur est rarement en contact direct avec le dépositaire central étranger : il n'entretient en général des contacts qu'avec un autre intermédiaire ou avec un dépositaire central national ou international, lequel est à son tour en contact avec un dépositaire central international ou directement avec le dépositaire central qui conserve physiquement les titres émis ou qui a procédé à l'inscription en compte concrétisant l'émission. Le nombre d'intermédiaires entre l'investisseur et ce dernier peut être variable. Tous les intermédiaires financiers tiennent des comptes au crédit desquels les titres sont portés pour le compte de leurs clients respectifs et souvent également

(3) Selon l'art. 965 du Code des obligations suisse (RS 220; CO), « *Sont papiers-valeurs tous les titres auxquels un droit incorporé est incorporé d'une manière telle qu'il soit impossible de le faire valoir ou de le transférer indépendamment du titre* ».

(4) Pour une description de l'évolution du système de détention directe vers une détention intermédiée des titres, voir R. GOODE, H. KANDA et K. KREUZER, *Rapport explicatif de la Convention de La Haye sur les titres*, Martinus Nijhoff Publishers, La Haye 2005, pp. 9 et s.

(5) Le lecteur trouvera des illustrations graphiques d'un système de détention indirecte des titres dans D. GIRSBERGER et F. GUILLAUME, « *Aspects de droit international privé du transfert et du nantissement des papiers-valeurs et des droits-valeurs détenus dans un système de dépôt collectif* », in *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, L. THÉVENOZ/Ch. BOVET (éd.), Schulthess Verlag, Genève/Zurich/Bâle 2004, pp. 15 et s., spéc. pp. 25 et s.

pour leur compte propre (comptes nostros). Toute transaction réalisée par un investisseur déclenche ainsi une succession en chaîne d'inscriptions en compte dans les livres des intermédiaires concernés par la transaction.

Les titres partiellement ou entièrement dématérialisés négociés dans le cadre d'un système de détention indirecte faisant intervenir une chaîne d'intermédiaires financiers sont désignés par le terme de « *titres intermédiés* ».

B. – LE RÉGIME JURIDIQUE DES TITRES INTERMÉDIÉS EN DROIT SUISSE

I. – *L'appréhension des titres intermédiés en droit matériel*

La description du fonctionnement du système de détention indirecte des titres qui précède montre bien que les titres qui y sont négociés ne correspondent plus à la définition du papier-valeur retenue en droit suisse, laquelle rend nécessaire le transfert de la possession du titre pour transférer les droits de propriété sur le titre ou pour constituer des droits de gage sur ce dernier (6). La présomption de propriété liée à la possession du papier-valeur (7) est en outre incompatible avec l'immobilisation et l'intermédiation des titres.

Ce glissement opéré en pratique vers une immobilisation, une intermédiation et une dématérialisation des titres n'ayant pas encore été consacré au niveau législatif, les acteurs de la place financière suisse ont dû développer trois principales formes de titres intermédiés en marge du cadre légal existant (8) : les titres conservés en dépôt collectif, les certificats globaux et les droits-valeurs. L'appréhension en droit de ces nouveaux instruments juridiques créés *extra jure* sur la base du cadre légal existant est malaisée. On peut toutefois identifier les éléments essentiels suivants.

a) *Les titres conservés en dépôt collectif*

Une émission de titres peut être effectuée de façon classique par l'impression de papiers-valeurs traditionnels représentant les droits des

(6) Voir l'art. 714 al. 1 du Code civil suisse (RS 210; CC) pour le transfert de propriété sur les titres, et l'art. 901 CC pour le nantissement des titres.

(7) Art. 930 al. 1 CC : « *Le possesseur d'une chose mobilière en est présumé propriétaire.* »

(8) Ce développement s'est fait dans le cadre des relations contractuelles entre les intervenants sur les marchés des valeurs mobilières par l'élaboration de contrats-cadre, conditions générales et directives.

investisseurs, mais sans que ces titres ne soient remis physiquement aux investisseurs. Dans ce cas, la société émettrice ne conserve en principe plus les titres dans son propre coffre : son intermédiaire financier qui a réalisé l'émission (en principe une banque) les confie au dépositaire central, lequel les conservera en dépôt collectif dans ses coffres.

L'acquisition de ces titres par un investisseur est matérialisée par un crédit sur son compte de titres auprès de son intermédiaire financier. Cette inscription réalise dans les faits le transfert de possession du titre (9). Les investisseurs ne sont pas propriétaires de titres individualisés, mais copropriétaires des titres conservés en dépôt collectif et mélangés. Chaque investisseur est titulaire d'un droit de propriété proportionnel au nombre de titres acquis (10), et plus précisément d'une quote-part sur chacun des titres acquis. La doctrine parle à ce sujet de copropriété « *modifiée* », parce que les copropriétaires ne forment pas une véritable communauté (11). Cette copropriété est en outre « *assouplie* », dès lors que chaque investisseur peut en sortir sans le consentement et sans le concours des autres, en exigeant des titres correspondant en nombre et en espèce aux titres qu'il a acquis (12).

Le nantissement par l'investisseur de ses titres en dépôt collectif se fera sur la base d'un contrat de gage et nécessitera le transfert de la possession sur les titres au créancier gagiste (art. 884 CC) (13). Si le créancier gagiste est l'intermédiaire direct (en général une banque) du constituant du gage, la constitution du gage ne pose pas de problème particulier, car le créancier gagiste a déjà la possession dérivée des titres en sa qualité de dépositaire. Par contre, si le gage est constitué en faveur d'un tiers (créancier du constituant), l'intermédiaire direct doit être avisé du gage, et en particulier du fait qu'il détient désor-

(9) B. FOËX, « Transfert et engagement des valeurs mobilières 'intermédiées' en droit suisse », in *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, L. THÉVENOZ/Ch. BOVET (éd.), Schulthess Verlag, Genève/Zurich/Bâle 2004, pp. 57 et s., spéc. p. 63.

(10) Cette copropriété peut être fondée soit sur une base contractuelle entre l'investisseur et son intermédiaire (art. 484 CO), soit sur une base légale (art. 727 al. 1 CC). Voir O. FAVRE, *Die Berechtigung von Depotkunden an auslandsverwahrten Effekten*, Schulthess Verlag, Zurich/Bâle/Genève 2003, p. 28, et auteurs cités.

(11) FAVRE, *op. cit.*, p. 29; FOËX, *op. cit.*, p. 58.

(12) FAVRE, *op. cit.*, pp. 29-30; FOËX, *op. cit.*, p. 59.

(13) Le transfert de la possession sur l'objet gagé est une condition *sine qua non* de la constitution d'un gage en droit suisse : « *Le droit de gage n'existe pas tant que le constituant garde exclusivement la maîtrise effective de la chose* » (art. 884 al. 3 CC).

mais les titres pour le compte du créancier gagiste (14). Cette notification, qui a un effet constitutif, doit être faite de façon expresse et par écrit pour des raisons de sécurité (15). L'intermédiaire doit être clairement informé du fait qu'il ne peut désormais disposer des titres qu'avec le consentement du créancier gagiste (16).

b) *Les certificats globaux*

L'émetteur peut choisir de réaliser son émission de titres sans imprimer des titres individualisés, mais en les remplaçant par un certificat global représentant la totalité des titres émis lors de l'émission considérée. Le certificat global est dans ce cas conservé dans les coffres du dépositaire central. Les conditions de l'émission prévoient en principe que les investisseurs ne peuvent pas exiger la livraison d'un certificat individuel.

L'ensemble des investisseurs sont copropriétaires du certificat global et chaque investisseur est titulaire d'un droit de propriété proportionnel au nombre de parts acquises. Chaque investisseur est donc titulaire d'une quote-part du certificat global. Comme pour les titres conservés en dépôt collectif, l'acquisition d'une part du certificat par un investisseur est matérialisée par un crédit sur son compte de titres auprès de son intermédiaire financier, laquelle réalise dans les faits le transfert de possession (17).

La constitution par l'investisseur d'un gage sur sa quote-part du certificat global se fera selon les mêmes principes que le nantissement de titres en dépôt collectif.

c) *Les droits-valeurs*

L'émetteur peut également opter pour une émission sans aucune impression de certificat représentant les titres émis. La dématérialisation du papier-valeur est dans ce cas complète et l'émission est uniquement concrétisée par une écriture dans les livres de la société

(14) Le nantissement des titres devrait dans un tel cas être formalisé soit par une annotation portée au compte de titres, soit par un transfert des titres gagés sur un compte spécifique ouvert au nom du créancier gagiste dans les livres de l'intermédiaire du constituant.

(15) Certains auteurs paraissent toutefois admettre que la notification puisse intervenir par actes concludants; voir FOËX, *op. cit.*, p. 64, et auteurs cités.

(16) P.-H. STEINAUER, *Les droits réels*, Tome III, Stämpfli Verlag, 2^e éd., Berne 1996, § 104, n° 3100b, p. 334; H. M. RIEMER, *Die beschränkten dinglichen Rechte*, Stämpfli Verlag, 2^e éd., Berne 2000, § 31, n° 10, pp. 166-167.

(17) FOËX, *op. cit.*, p. 60.

émettrice et ceux du dépositaire central national. Ces titres entièrement dématérialisés sont qualifiés de droits-valeurs.

La seule mention expresse de l'existence de droits-valeurs dans l'ordre juridique suisse figure dans la Loi fédérale sur les bourses (LBVM) (18). Cette loi reconnaît depuis plus de dix ans l'existence en Suisse de droits ayant la même fonction que les papiers-valeurs standardisés susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché, autrement dit les droits-valeurs (art. 2 lit. a LBVM). Mais aucune règle relative à la détention, au transfert ou au nantissement des droits-valeurs ne figure dans cette loi.

En l'absence de chose, les droits-valeurs ne peuvent pas être qualifiés de droits réels et doivent donc être soumis au régime des obligations (19). L'investisseur est titulaire d'un droit contractuel correspondant à sa participation à l'émission. Le transfert des droits-valeurs se fait selon les règles de la cession de créances (art. 164 ss CO) (20) et implique une déclaration écrite de cession (21). Cette exigence pose des difficultés en pratique que la doctrine tente tant bien que mal de résoudre en recourant à des constructions relevant de la fiction juridique (22).

La mise en gage des droits-valeurs s'effectuera selon les règles applicables à la constitution de droits de gage sur des créances et nécessitera la conclusion d'un contrat de gage écrit (art. 900 CC). Ce contrat produit, à lui seul, un effet constitutif : le droit de gage prend naissance à la signature du contrat (23). Si le gage est constitué en faveur d'un tiers (créancier du constituant), la prudence veut que l'intermédiaire du constituant soit informé du gage et du fait qu'il ne peut désormais disposer des titres qu'avec le consentement du créancier gagiste.

(18) Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (RS 954.1; Loi sur les bourses, LBVM).

(19) Ch. BRUNNER, *Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Stämpfli Verlag, Berne 1996, p. 200.

(20) FAVRE, *op. cit.*, pp. 36-37.

(21) Art. 165 al. 1 CO : « La cession n'est valable que si elle a été constatée par écrit ».

(22) BRUNNER, *op. cit.*, pp. 201 et s.; FOËX, *op. cit.*, pp. 65-66. Certains auteurs préfèrent admettre la création d'une sorte de droit coutumier autorisant le transfert des droits-valeurs par des opérations comptables reposant sur des instructions unilatérales (écrites ou orales) de l'aliénateur : L. THÉVENOZ, « Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédiaires : un saut épistémologique », in *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, R. WALDBURGER/Ch. M. BAER/U. NOBEL/B. BERNET (éd.), Stämpfli Verlag, Berne 2005, pp. 681 et s., spéc. p. 688.

(23) STEINAUER, *op. cit.*, § 109, n° 3157i, p. 374.

II. – *Les règles de conflit applicables aux titres intermédiés*

Tout comme le droit matériel suisse, le droit international privé suisse ne contient pas encore de règles de conflit spéciales applicables aux titres intermédiés. Les papiers-valeurs sont quant à eux considérés par la Loi fédérale sur le droit international privé (LDIP) (24) comme des choses mobilières et rattachés à la *lex rei sitae* (ou *lex chartae sitae*), soit la règle traditionnelle de conflit de lois en matière de droit des biens. La détermination de la loi applicable aux actes de disposition sur des titres intermédiés dépend de leur aptitude à être qualifiés de papiers-valeurs, laquelle dépend à son tour du degré de dématérialisation du titre. Les droits sociaux afférents au titre sont quant à eux régis par la loi de la société émettrice (art. 155 LDIP) (25).

a) *Le droit applicable aux titres conservés en dépôt collectif et aux certificats globaux*

Les titres conservés dans un dépôt collectif ou issus d'une émission effectuée au moyen d'un certificat global représentant la totalité des titres sont des papiers-valeurs. La validité du transfert du titre, soit l'acquisition et la perte du droit réel sur le titre, est régie par la loi du lieu de situation du titre (*lex chartae sitae*) au moment des faits sur lesquels se fondent l'acquisition et la perte (art. 100 al. 1 LDIP) (26). Cette loi est celle du lieu où est conservé le titre, soit en principe le lieu du dépositaire central.

Si le principe traditionnel de rattachement à la *lex chartae sitae* est parfaitement adapté dans le cas d'une détention directe des titres, l'application de cette règle de conflit conduit à un résultat surprenant dans le cadre d'un système de détention indirecte. La transaction qui a permis à l'investisseur d'acquérir les titres n'a en effet aucun lien avec l'Etat dans lequel les titres sont conservés, dès lors que ni la société émettrice ni le dépositaire central qui conserve le ou les papier(s)-valeur(s) émis ne peut identifier les investisseurs de façon individuelle. Ce rattachement ne respecte par conséquent pas la fonction de base des règles de conflit qui est de désigner l'Etat avec lequel

(24) Loi fédérale sur le droit international privé (RS 291; LDIP).

(25) Le droit applicable à la société émettrice est celui en vertu duquel elle s'est organisée, autrement dit le droit de son Etat d'incorporation (art. 154 al. 1 LDIP). Voir F. GUILLAUME, *Lex societatis, Principes de rattachement des sociétés et correctifs institués au bénéfice des tiers en droit international privé suisse*, Schulthess Verlag, Zurich 2001.

(26) GIRSBERGER et GUILLAUME, *op. cit.*, p. 19.

l'opération juridique considérée présente les liens les plus étroits. Le résultat du raisonnement conflictuel manque par conséquent de prévisibilité.

Pour pallier ce « *défaut* » du rattachement, il est loisible aux parties de choisir d'appliquer à l'acquisition et à la perte des droits de propriété le même droit que celui régissant leur relation contractuelle (art. 104 al. 1 LDIP). Cet avantage est toutefois limité, puisque le droit ainsi choisi ne pourra pas être opposé aux tiers à la transaction qui pourront toujours invoquer le droit de l'Etat dans lequel le titre est conservé (art. 104 al. 2 LDIP).

La mise en gage de titres conservés dans un dépôt collectif ou d'un certificat global est régie par le droit de la résidence habituelle du créancier gagiste (art. 105 al. 2 LDIP), soit dans la plupart des cas la banque ou l'intermédiaire financier qui a accordé le prêt. Une élection de droit est également possible entre les parties, mais ne sera pas non plus opposable aux tiers (art. 105 al. 1 LDIP). Le nantissement du titre n'affectant pas les droits du débiteur du titre mis en gage (soit l'émetteur), le droit qui régit le titre gagé demeurera applicable à son égard (art. 105 al. 3 LDIP).

Ces diverses règles de rattachement sont difficiles à appliquer en pratique. Elles peuvent même s'avérer impossibles à appliquer, notamment lorsque le transfert d'un droit sur le titre intervient en vertu d'une institution juridique d'un droit étranger qui pourrait être qualifiée aussi bien de transfert de propriété au sens de l'art. 100 LDIP que de mise en gage au sens de l'art. 105 LDIP (27). La difficulté de la démarche qualificatoire est ainsi renforcée par le fait qu'il ne suffit pas de connaître les règles du droit matériel suisse, mais également celles de tous les droits matériels étrangers susceptibles de s'appliquer dans le cadre d'une transaction déterminée. Au vu des différences existant entre les droits matériels dans ce domaine et du peu de clarté du droit suisse actuellement en vigueur, la recherche du droit applicable à une transaction portant sur un titre intermédié crée un véritable nœud cornélien. Les parties ne peuvent remédier que partiellement à cet inconvénient en choisissant le droit applicable aux aspects de droit réel de leurs relations, dès lors qu'une telle élection de droit n'est pas opposable aux tiers.

(27) Citons par exemple un transfert de propriété du titre à fin de garantie (*transfer of title for collateral purposes*), qui peut être qualifié soit de transfert en pleine propriété soit de mise en gage.

Les aspects contractuels liés au transfert des titres seront dans la plupart des cas régis par le droit choisi par les parties (art. 116 LDIP). Ce droit est dans la règle celui qui est indiqué dans les conditions générales des intermédiaires financiers suisses, lesquelles renvoient généralement au droit suisse. Dans l'hypothèse assez rare où les parties n'auraient pas choisi le droit applicable à leurs relations contractuelles (ou que l'élection de droit ne serait pas opposable à l'une des parties), le droit de l'Etat avec lequel le contrat présente les liens les plus étroits est applicable (art. 117 al. 1 LDIP). Pour la détention et le transfert des titres, il s'agit en principe du droit de l'Etat de l'établissement de l'intermédiaire (28), alors que le droit de l'établissement ou de la résidence habituelle du constituant du gage est applicable en cas de nantissement des titres (art. 117 al. 2 et 3 LDIP).

b) *Le droit applicable aux droits-valeurs*

Lorsque l'émission est réalisée sans aucune impression de certificat représentant les titres émis, l'investisseur est uniquement titulaire d'un droit contractuel correspondant à sa participation à l'émission, et non pas d'un droit réel. Cette qualification contractuelle de l'opération a pour conséquence que les règles sur la cession de créance sont applicables au transfert des droits-valeurs (29). Ce dernier est en principe régi par le droit applicable à la créance cédée (art. 145 al. 1 LDIP). Une éventuelle élection de droit faite par les parties ne pourra déployer ses effets à l'égard du débiteur cédé que si ce dernier a approuvé le choix du droit applicable fait par les parties (art. 145 al. 1 *in fine* LDIP) de façon expresse ou d'une façon ressortant sans aucun doute possible des circonstances (art. 116 al. 2 LDIP) (30). La loi choisie pour régir le transfert du droit-valeur ne pourra par conséquent pas être invoquée contre l'émetteur du droit-valeur sans le

(28) Même si le Tribunal fédéral n'a pas encore tranché la question de savoir si une convention de compte pourrait être qualifiée de contrat conclu avec un consommateur au sens de l'art. 120 LDIP, nous sommes d'avis qu'un investisseur ne doit en principe pas pouvoir se prévaloir de sa qualité de consommateur pour invoquer l'application du droit de sa résidence habituelle. La possibilité d'un tel rattachement introduirait une insécurité juridique importante, car le droit applicable entre un investisseur-consommateur et son intermédiaire dépendrait dans un tel cas principalement du volume de transactions effectuées par l'investisseur, afin de déterminer si ce dernier agit ou non de façon professionnelle ou commerciale au sens de l'art. 120 LDIP (voir ATF 130 III 417, par analogie).

(29) GIRSBERGER et GUILLAUME, *op. cit.*, p. 20.

(30) M. KELLER et D. GIRSBERGER, in *Zürcher Kommentar zum IPRG*, D. GIRSBERGER et al. (éd.), 2^e éd., Schulthess Verlag, Zurich/Bâle/Genève 2004, ad art. 145, n° 25, p. 1618.

consentement de ce dernier (31). Même si l'obtention d'une approbation expresse de la société émettrice paraît bien théorique et difficile à obtenir en pratique, il ne nous paraît pas souhaitable d'admettre que son consentement ressorte dans tous les cas des circonstances. Quant aux rapports internes entre l'investisseur et son intermédiaire direct, ils sont exclusivement régis par le droit applicable au rapport juridique à la base de la cession (art. 145 al. 4 LDIP).

A défaut d'élection de droit entre les parties (32), le droit applicable à la mise en gage d'un droit-valeur dépend de sa qualification en droit suisse : le droit-valeur peut être qualifié soit de créance soit d'« *autre droit* » au sens de l'art. 105 al. 2 LDIP. Dans le premier cas, le droit applicable est celui de la résidence habituelle du créancier gagiste, comme pour les titres conservés en dépôt collectif et les certificats globaux. Dans le second cas, le droit applicable est celui qui régit le droit-valeur. La détermination de la loi qui régit le droit-valeur paraît extrêmement difficile en pratique et conduirait probablement à l'application du droit de la société émettrice (33). En outre, lorsqu'un transfert à titre de garantie porte sur un portefeuille de titres diversifiés émis dans divers ordres juridiques, plusieurs droits sont susceptibles de s'appliquer pour déterminer l'étendue des droits du créancier gagiste. Nous sommes par conséquent d'avis que la qualification des droits-valeurs comme créances doit être maintenue. Leur nantissement doit suivre les mêmes règles de rattachement que la mise en gage des papiers-valeurs et des autres titres intermédiaires (34).

c) *Les règles de for applicables aux titres intermédiaires*

En matière patrimoniale, les parties peuvent toujours convenir d'un for élu (art. 5 LDIP). Dans les rares cas où l'élection de for figurant dans la convention à la base des relations juridiques entre les parties (en général une convention de compte ou un contrat de gage) serait nulle ou inopposable à l'une des parties et serait dépourvue d'effet, les règles de rattachement objectif sont applicables. Dans un tel cas,

(31) Seule la *lex societatis* est opposable à la société (art. 155 lit. f LDIP).

(32) Une élection de droit est toujours possible entre les parties (art. 105 al. 1 LDIP).

(33) Voir BRUNNER, *op. cit.*, pp. 108-109.

(34) Du même avis : BRUNNER, *op. cit.*, p. 109; FAVRE, *op. cit.*, p. 284; D. ZOBL, « Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht) », *Revue suisse de droit des affaires (RSDA)* 2001, pp. 105 et s., spéc. p. 111.

la question de la qualification des titres intermédiés se pose à nouveau.

S'il ne fait pas de doute que le for du domicile ou de la résidence habituelle du défendeur seront toujours valables (35), le fait d'invoquer d'autres fors peut s'avérer plus discutable. A notre avis, le for du lieu où le défendeur a son établissement doit aussi pouvoir être invoqué pour connaître des actions découlant d'actes relatifs au transfert de titres intermédiés opéré par cet établissement (36). Ces deux règles de compétence directe sont en phase avec les articles 2 et 5 ch. 5 de la Convention de Lugano (37), laquelle est applicable dès que le défendeur est domicilié dans un Etat contractant.

Si les titres intermédiés sont des papiers-valeurs, le for au lieu de situation du titre pourrait également être invoqué si le défendeur n'a ni domicile ni résidence habituelle en Suisse (38). Mais il convient de relever que ce for peut conduire à des résultats plutôt surprenants, dès lors que les intervenants sur le marché ignorent la plupart du temps le lieu de situation des titres. Ce for présente en outre l'inconvénient majeur de multiplier le choix des fors en cas de transfert portant sur un portefeuille de titres diversifiés.

C. – LES ÉVOLUTIONS LÉGISLATIVES EN COURS

Fondé sur la constatation que le droit suisse présente des lacunes s'agissant de la réglementation des titres intermédiés, le législateur suisse a initié depuis quelques années un processus législatif qui est sur le point d'aboutir. Le dépoussiérage du droit matériel des papiers-valeurs est prévu dans le cadre d'une nouvelle Loi fédérale sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés, dont l'entrée en vigueur est prévue parallèlement à l'adhésion de la Suisse à la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits détenus auprès d'un intermédiaire (39).

(35) Cette règle de compétence directe figure aussi bien à l'art. 98 al. 1 LDIP, applicable aux actions réelles mobilières, qu'à l'art. 112 al. 1 LDIP, applicable aux actions découlant d'un contrat.

(36) Ce for figure à l'art. 112 al. 2 LDIP, applicable aux actions découlant d'un contrat.

(37) Convention concernant la compétence judiciaire et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale du 16 septembre 1988 (RS 0.275.11; Convention de Lugano).

(38) Cette règle de compétence directe est prévue à l'art. 98 al. 2 LDIP, applicable aux actions réelles mobilières. Ce for nous paraît par contre exclu pour les droits-valeurs.

(39) Un groupe de travail a été constitué au printemps 2003 par le Département Fédéral des Finances pour élaborer un avant-projet de Loi fédérale sur la détention et le transfert des titres intermédiés (*Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektenge-*

I. – *L'élaboration d'une loi sur les titres intermédiés (LTI)*

L'objectif de la Loi fédérale sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés (Loi fédérale sur les titres intermédiés, LTI) est de moderniser les règles actuelles du droit des papiers-valeurs et d'adapter celles-ci aux développements survenus dans le commerce international des valeurs mobilières. Ce nouveau corps de règles définissant le cadre juridique des titres intermédiés doit assurer la sécurité et la prévisibilité des transactions sur valeurs mobilières et permettre ainsi à la place financière suisse de conserver sa compétitivité internationale (40).

a) *La notion de titres intermédiés introduite par la LTI*

La principale innovation de la LTI est la création d'une nouvelle forme de propriété *sui generis* (41) : les titres intermédiés. L'art. 4 de l'avant-projet de Loi sur les titres intermédiés (Avant-Projet LTI) (42) donne la définition suivante de cette nouvelle institution juridique :

« ¹ *Sont des titres intermédiés au sens de cette loi les créances et les droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur :*

setz). Le groupe de travail a présenté un rapport en juin 2004 contenant un avant-projet de Loi sur les titres intermédiés ainsi qu'une proposition d'adhésion à la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits détenus auprès d'un intermédiaire (Rapport Avant-Projet LTI). Le rapport peut être téléchargé sur le site du Département Fédéral des Finances : « <http://www.efd.admin.ch/d/dok/berichte/2005/09/bucheffekten.pdf> ». Cet avant-projet de loi fédérale ainsi que la proposition d'adhésion à la Convention de la Haye ont été bien accueillis au cours de la procédure de consultation qui a pris fin au printemps 2005. Le Message concernant la LTI est prévu pour fin juin 2006 et contiendra une formulation finale du texte de loi. La signature de la Convention de La Haye par la Suisse est attendue dans le courant de l'année 2006.

(40) Afin d'assurer la compatibilité des nouvelles règles avec les autres ordres juridiques, le groupe de travail s'est inspiré de l'Avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés élaboré dans le cadre d'UNIDROIT (Institut international pour l'unification du droit privé). Ces travaux, qui visent à fixer des principes unifiés de droit matériel réglant les questions liées à la dématérialisation des titres et au système de détention indirecte des titres en vue d'une unification du droit matériel des Etats, reflètent l'état actuel des standards internationaux. Voir à ce sujet l'avant-projet de Convention de juin 2005 figurant dans l'Etude LXXVIII, ainsi que le document de travail établi par UNIDROIT en août 2003 : The UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, qui peuvent être téléchargés sur le site d'UNIDROIT « www.unidroit.org ». Pour un aperçu des travaux de codification actuellement en cours au niveau des Etats, voir B. GRAHAM-SIEGENTHALER, « Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren im nationalen und internationalen Recht », *Recht* 2005, pp. 185 et s., spéc. pp. 188-189.

(41) Rapport Avant-Projet LTI, n° 1.4.4.1, p. 34.

(42) L'Avant-Projet LTI figure dans le Rapport Avant-Projet LTI (voir *supra* note 39). Lorsque nous citons dans le cadre de cette contribution le texte de dispositions de cet avant-projet, il s'agit d'une traduction libre de la version provisoire en allemand de l'avant-projet. Le texte des dispositions citées est par conséquent non seulement non définitif, mais en plus non officiel.

- a. *qui sont portés au crédit d'un compte de titres et dont le titulaire du compte peut disposer selon les dispositions de la présente loi; et*
- b. *qui sont opposables à l'intermédiaire ainsi qu'à tout tiers; ils échappent en particulier à la mainmise des autres créanciers de l'intermédiaire.*

² *Sont également des titres intermédiés au sens de cette loi tout instrument financier étranger et tout droit sur un tel instrument financier qui a une fonction comparable en vertu de ce droit étranger.»*

La qualification *sui generis* des titres intermédiés permet d'instaurer un régime juridique uniforme pour les papiers-valeurs et les droits-valeurs entrant dans la définition de l'art. 4 Avant-Projet LTI. Il est prévu de préciser les formes de titres intermédiés en intégrant trois nouvelles dispositions dans la cinquième partie du Code des obligations relative aux papiers-valeurs. Le projet de nouvel art. 973a CO prévoit qu'un dépositaire est autorisé à conserver ensemble des papiers-valeurs fongibles de plusieurs investisseurs dans le cadre d'un dépôt collectif. L'émetteur peut également procéder à une émission au moyen d'un certificat global représentant la totalité des titres émis (projet de nouvel art. 973b CO) ou renoncer à toute matérialisation des titres en remplaçant ces derniers par des droits-valeurs, lesquels sont constitués par une inscription dans le registre central du dépositaire (projet de nouvel art. 973c CO). Lorsque les titres sont conservés en dépôt collectif ou émis sous forme d'un certificat global, les investisseurs sont titulaires d'une quote-part de copropriété sur l'ensemble des titres du même genre ainsi conservés (projet de nouveaux art. 973a et 973b CO). Lorsque l'émission se fait sous la forme de droits-valeurs, les investisseurs sont titulaires de simples créances à l'égard de l'émetteur.

L'Avant-Projet LTI prévoit que les titres intermédiés sont créés en deux étapes successives : d'abord, par le dépôt des papiers-valeurs ou des certificats globaux auprès d'un dépositaire, respectivement par l'inscription des droits-valeurs dans le registre central d'un dépositaire, et ensuite par l'inscription des droits afférents aux titres au crédit d'un compte de titres (art. 7 al. 1 Avant-Projet LTI). Dès que ces deux opérations sont réalisées, les titres entrent dans le système de détention indirecte et la LTI leur est applicable. L'art. 2 al. 1 Avant-Projet LTI précise que la loi ne s'applique qu'« *aux titres intermédiés qu'un intermédiaire porte au crédit ou au débit d'un compte de titres* ». Le champ d'application de la loi est par conséquent limité à la déten-

tion indirecte de titres par des intermédiaires financiers : elle ne s'applique pas lorsque des titres sont détenus par des personnes autres que des intermédiaires financiers (43) ou ne font pas partie d'une masse de titres mélangés (art. 2 al. 2 Avant-Projet LTI).

La LTI cesse de s'appliquer lorsque le titulaire du compte exige de l'émetteur qu'il lui remette des papiers-valeurs dont le nombre et le genre correspondent aux titres intermédiés inscrits à son compte et que les titres sont inscrits au débit de son compte (art. 9 et 10 Avant-Projet LTI). Cette hypothèse ne se réalisera que dans les cas exceptionnels où les conditions d'émission prévoient la possibilité d'une remise de titres papiers.

b) Les principales règles de la LTI régissant le transfert des titres intermédiés

L'Avant-Projet LTI se concentre sur les effets juridiques de la détention et du transfert des titres intermédiés. Il consacre un régime juridique unique, sans égard aux différentes formes que peuvent prendre ces instruments financiers. Le transfert des titres intermédiés par un investisseur nécessite dans tous les cas une instruction de transfert des titres adressée par le titulaire du compte à son intermédiaire et l'inscription des titres au crédit du compte de l'acquéreur auprès de son propre intermédiaire financier (art. 21 al. 1 Avant-Projet LTI). L'inscription des titres au crédit du compte est l'élément constitutif de l'acquisition de droits sur des titres intermédiés. Cette inscription matérialise le transfert du titre. Le transfert des droits-valeurs exige en outre une déclaration écrite de cession (projet de nouvel art. 973c al. 4 CO).

Le nantissement des titres intermédiés en faveur de l'intermédiaire direct du constituant est réalisé simplement par convention écrite autorisant l'intermédiaire gagiste à effectuer les actes de disposition

(43) Les intermédiaires sont définis comme étant les banques, les négociants, les directions de fonds de placement, les exploitants de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, la banque nationale suisse et la poste suisse (art. 5 al. 1 Avant-Projet LTI). Tous ces intermédiaires financiers sont soumis en Suisse à une surveillance prudentielle. Sont également des intermédiaires les banques, négociants, dépositaires centraux et autres intermédiaires financiers étrangers qui tiennent des comptes de titres dans le cadre de leur activité professionnelle (art. 5 al. 2 Avant-Projet LTI).

nécessaires à son désintéressement (44) (art. 22 al. 2 Avant-Projet LTI). L'art. 27 al. 1 Avant-Projet LTI apporte une dérogation au principe « *prior tempore potior jure* » (art. 893 al. 2 CC) déterminant traditionnellement le moment de l'opposabilité aux tiers d'un droit de gage : « *Un droit de gage, de rétention ou de réalisation en faveur de l'intermédiaire prévaut sur tout autre droit relatif aux mêmes titres* ». La date de constitution du gage n'est dès lors plus pertinente à l'égard de l'intermédiaire s'agissant du rang de son gage. Cette priorité légale des sûretés obtenues par l'intermédiaire est discutable, mais semblerait être justifiée par le fait que ce dernier a généralement participé au financement de l'acquisition des titres et encouru des frais pour leur administration.

Le nantissement des titres intermédiés en faveur de tiers peut être effectué de deux façons : soit par l'inscription des titres au crédit du compte du créancier gagiste (art. 21 al. 1 et 22 al. 1 Avant-Projet LTI), soit par une convention écrite par laquelle l'intermédiaire du constituant s'engage envers le créancier gagiste et avec le consentement du constituant à exécuter les instructions du créancier gagiste sans consentement ultérieur du constituant (art. 22 al. 1 Avant-Projet LTI). La conclusion d'un contrat de gage écrit est exigée dans tous les cas s'agissant du nantissement d'un droit-valeur (projet de nouvel art. 973c al. 4 CO et art. 900 CC). Lorsque les titres sont nantis en faveur de tiers par un transfert au compte du créancier gagiste, l'intermédiaire renonce à ses propres sûretés sur les mêmes titres (art. 22 al. 2 Avant-Projet LTI).

Ce bref survole des principales règles applicables à la détention et au transfert des titres intermédiés prévues dans l'Avant-Projet LTI montre que ces nouvelles dispositions s'inspirent directement des développements opérés *extra jure* par la pratique et de l'analyse qui a été faite de ces instruments par la doctrine suisse (45). Cette nouvelle loi consacre en particulier le régime juridique hybride des titres intermédiés, situés à la frontière entre les droits réels et les contrats. L'ordre juridique suisse sera ainsi désormais adapté aux données existant sur les marchés financiers, lesquels ont renoncé depuis longtemps à la circulation des titres.

(44) Les contrats de gage sur des titres prévoient en principe que l'intermédiaire a le droit de vendre le gage de façon privée, sur le marché ou non, ou en faisant intervenir les autorités de poursuite. Lorsque les titres sont vendus de façon privée, le créancier gagiste est tenu de prendre les précautions nécessaires pour éviter au constituant du gage des dommages prévisibles.

(45) Voir *supra* B.I.

II. – *L'adhésion à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (CLHTI)*

La loi désignée par les règles de droit international privé suisses comme applicable aux titres intermédiés est non seulement potentiellement différente selon la forme d'émission des titres (titres conservés en dépôt collectif et certificats globaux d'une part, droits-valeurs d'autre part), mais également selon le type de transfert des titres (transfert en pleine propriété ou à titre de garantie). Le fait que les titres conservés en dépôt collectif et les certificats globaux soient régis par des règles de conflit différentes que les droits-valeurs entraîne un manque de prévisibilité regrettable. A cela s'ajoute le fait que les critères de rattachement objectifs à la loi du lieu de conservation ou d'émission du titre ne permettent pas de rattacher de façon satisfaisante les opérations sur titres intermédiés. Lorsque les parties n'ont pas fait de *professio juris*, le résultat aléatoire du raisonnement conflictuel génère un véritable danger pour les intervenants sur les marchés internationaux des valeurs mobilières, car il est pour ainsi dire impossible de déterminer à l'avance quel droit va choisir d'appliquer un juge suisse saisi d'un litige. C'est dans ce contexte d'insécurité juridique que l'adhésion de la Suisse à la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits détenus auprès d'un intermédiaire (Convention de La Haye sur les titres intermédiés, CLHTI) (46) est apparue nécessaire.

a) *Les éléments essentiels de la CLHTI*

L'objectif de la CLHTI est d'offrir aux Etats un système de rattachement permettant de déterminer la loi applicable aux aspects de droit

(46) Le texte de la Convention est disponible sur le site internet de la Conférence de La Haye de droit international privé : « <http://www.hcch.net> ». Cette nouvelle Convention de La Haye est encore formellement au stade de projet, dès lors qu'aucun Etat ne l'a signée. Le processus de signature et de ratification est actuellement en cours dans plusieurs Etats. L'entrée en vigueur de la Convention nécessite la ratification de trois Etats. Il convient de préciser que l'Union européenne est peu pressée d'y adhérer, notamment parce que la Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, JOCE no L168 du 27 juin 2002 p. 43 (« *Directive Collateral* ») devrait être adaptée aux règles de la CLHTI. En effet, même si l'art. 9 de cette Directive consacre la règle PRIMA en posant le principe que la loi applicable aux instruments financiers transmissibles par inscription en compte remis à titre de garantie est celle du pays où le compte pertinent est situé, elle n'offre pas aux parties la possibilité de choisir le droit applicable. Voir à ce sujet la contribution de G. MORTON, « Modernization of EU Financial Law : The Directive on Financial Collateral Arrangements », *Euredia* 2003, pp. 11 et s. ; A. GARDELLA, « The law applicable to financial collateral arrangements : a comparison between Directive n. 2002/47/EC and the Hague Convention on securities held with an intermediary », à paraître dans *Euredia*.

réel des opérations sur titres en prenant en considération les caractéristiques du système de détention indirecte (47). La CLHTI s'applique à tous les instruments et actifs de nature financière (autres que les espèces) (48) susceptibles d'être portés au crédit d'un compte de titres (49) d'un intermédiaire (50); peu importe qu'ils soient au porteur ou nominatifs et qu'ils soient représentés par un certificat ou entièrement dématérialisés (droits-valeurs) (51). La notion de « titres » est ainsi définie de façon délibérément extensive comme étant « toutes actions, obligations ou autres instruments ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres » (art. 1 al. 1 lit. a CLHTI).

La CLHTI s'applique chaque fois qu'une situation impliquant des titres détenus auprès d'un intermédiaire est internationale, par quoi il faut entendre qu'elle est reliée d'une manière quelconque à plus d'un Etat (52). Il convient de préciser que la CLHTI ne traite pas les aspects contractuels d'une transaction portant sur des titres intermé-

(47) Pour une présentation de la CLHTI, voir notamment GOODE, KANDA et KREUZER, *op. cit.*; Ch. BERNASCONI et H. C. SIGMAN, « The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (Hague Securities Convention) », *Revue de droit uniforme* 2005-1/2, pp. 117 et s.; J.-P. DEGUÉE et D. DEVOS, « La loi applicable aux titres intermédiés : l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002 », *Revue de Droit Commercial Belge* 2006, pp. 5 et s.; GIRSBERGER et GUILLAUME, *op. cit.*; K. KREUZER, « Das Haager Übereinkommen über die auf bestimmte Rechte in Bezug auf Intermediär-verwahrte Wertpapiere anzuwendende Rechtsordnung », in *Le droit international privé : esprit et méthodes – Mélanges Paul Lagarde*, Dalloz, Paris 2005, pp. 523 et s.

(48) La CLHTI ne vise que les titres et non pas les espèces (voir art. 1 al. 1 lit. a CLHTI). Toutefois, elle peut s'appliquer à un compte contenant des titres et des espèces (notamment lorsque les espèces sont créditées sur le compte à titre de produit d'une opération), mais dans aucun cas à un compte courant.

(49) La CLHTI définit le « compte de titres » comme « un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités » (art. 1 al. 1 lit. b CLHTI).

(50) L'intermédiaire est défini comme étant « toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour compte propre, et agit en cette qualité » (art. 1 al. 1 lit. c CLHTI).

(51) GOODE, KANDA et KREUZER, *op. cit.*, ad art. 1^{er}, pp. 34-35.

(52) La CLHTI ne contient volontairement pas de liste des facteurs transfrontaliers pertinents. L'art. 3 CLHTI se contente de stipuler que la Convention « s'applique à toutes les situations comportant un conflit entre les lois de différents Etats ». Voir GOODE, KANDA et KREUZER, *op. cit.*, ad art. 3, p. 66.

diés : les règles de droit international privé des Etats (53) restent applicables à cette question (54).

Cette Convention internationale est conçue pour régler la question de la détermination de la loi applicable aux aspects de droit réel des opérations sur titres intermédiés, comme notamment la constitution de sûretés (avec ou sans dépossession) (55), le transfert de propriété à fin de garantie et le transfert en pleine propriété (vente), sous la forme d'une règle de rattachement unique. Le fondement de la règle de rattachement est que le droit applicable à l'acquisition, la perte et la mise en gage des titres intermédiés doit être celui du lieu de situation de l'intermédiaire direct dans les livres duquel le titre de propriété est inscrit, autrement dit le lieu de l'intermédiaire pertinent (56). Cette règle de conflit, fondée sur la relation entre le titulaire de compte et son intermédiaire, a reçu l'appellation de « *PRIMA* » (« *Place of the Relevant Intermediary Approach* »). La règle *PRIMA* a pour principal avantage d'assujettir la totalité des droits d'un investisseur sur un portefeuille de titres au droit d'un seul Etat, même lorsque les émetteurs et les supports matériels attestant les titres sous-jacents se trouvent dans plusieurs pays différents. De même, la question de savoir si le bénéficiaire d'une sûreté obtient un droit opposable aux tiers est soumise à une seule loi, même si un portefeuille diversifié de titres émis dans plusieurs Etats est donné en garantie. Cette règle de rattachement assure par conséquent la sécurité et la prévisibilité nécessaires aux intervenants sur les marchés des valeurs mobilières.

La règle *PRIMA* est consacrée sous une forme subjective à l'art. 4 CLHTI, lequel prévoit que la loi applicable à tout transfert de titres inscrits en compte auprès d'un intermédiaire est la loi désignée par le

(53) Au sein de l'Union européenne, la Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles s'applique pour déterminer le rattachement des aspects contractuels d'une transaction sur titres intermédiés, ce qui laisse aux intervenants sur les marchés européens la liberté de faire une élection de droit en la matière (art. 3 de la Convention de Rome).

(54) L'art. 2 al. 3 CLHTI précise que la CLHTI ne détermine pas la loi applicable « *a) aux droits et obligations résultant du crédit de titres à un compte de titres, dans la mesure où ces droits et obligations sont de nature purement contractuelle ou autrement purement personnelle; b) aux droits et obligations contractuels ou personnels des parties à un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire; et c) aux droits et obligations d'un émetteur de titres ou d'un agent de registre ou de transfert d'un tel émetteur, que ce soit à l'égard du titulaire des droits sur les titres ou de toute autre personne* ».

(55) Par « *sûreté* », il faut comprendre dans le cadre de la CLHTI toute forme de sûreté avec ou sans dépossession (notamment hypothèques mobilières, gages), y compris un transfert de propriété à titre de garantie (notamment opérations de pension, opérations d'achat-vente, prêts de titres, contrats d'échange réciproque).

(56) L'intermédiaire pertinent est défini comme étant « *l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte* » (al. 1 lit. g CLHTI).

titulaire du compte et son intermédiaire au moyen d'une *professio juris* dans la convention de compte (57). L'art. 4 CLHTI limite toutefois la portée de la *professio juris* en ce sens que le rattachement subjectif est subordonné à un rattachement objectif de l'intermédiaire pertinent dans cet Etat. L'intermédiaire pertinent doit avoir au moment de la conclusion de la convention de compte un établissement (58) dans l'Etat dont la loi a été désignée par les parties qui soit exerce, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres (59), soit est identifié comme tenant des comptes de titres dans cet Etat au moyen d'un numéro de compte, d'un code bancaire ou d'un autre mode d'identification spécifique (soit un « *établissement conforme* »). Cet établissement conforme peut être soit celui de l'intermédiaire lui-même, soit une de ses succursales, voire une filiale ou une autre entreprise de son groupe (art. 4 (1)(a) CLHTI).

Le rattachement principal à la loi désignée par les parties (art. 4 CLHTI) est complété par une cascade de rattachements subsidiaires (*fall-back rules*) qui interviennent dans l'hypothèse où les parties n'ont pas désigné la loi applicable à leur convention de compte ou dans l'hypothèse où les conditions liées à un rattachement objectif de l'intermédiaire pertinent dans l'Etat de la loi choisie par les parties ne sont pas remplies. Les critères de rattachements subsidiaires de l'art. 5 CLHTI ont pour but de trouver un rattachement objectif du lieu dans lequel le compte de titres est tenu :

- (a) application de la loi de l'Etat du lieu de situation de l'établissement de l'intermédiaire pertinent qui a conclu sans aucun doute possible la convention de compte de titres, si cet établissement est un établissement conforme (art. 5 al. 1 CLHTI);
- (b) subsidiairement, application de la loi de l'Etat de constitution ou d'organisation de l'intermédiaire pertinent (art. 5 al. 2 CLHTI);
et
- (c) subsidiairement, application de la loi du lieu principal d'activités de l'intermédiaire pertinent (art. 5 al. 3 CLHTI).

(57) La « *convention de compte désigne, pour un compte de titres, la convention avec l'intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres* » (art. 1 al. 1 lit. e CLHTI).

(58) Par « *établissement* », il faut entendre « *un lieu d'activité professionnelle où l'une des activités de l'intermédiaire est exercée, à l'exclusion d'un lieu destiné à l'exercice purement temporaire d'activités professionnelles* » (art. 1 al. 1 lit. j CLHTI).

(59) Pour déterminer ce rattachement objectif, l'art. 4 al. 1 lit. a CLHTI énumère une liste d'éléments pouvant être pris en considération (liste blanche), alors que l'art. 4 al. 2 CLHTI énumère une liste d'éléments ne pouvant pas être pris en considération (liste noire).

Le moment à considérer pour déterminer ces rattachements objectifs est celui de la conclusion de la convention de compte ou, en l'absence d'une telle convention, le moment de l'ouverture du compte de titres.

b) *Les adaptations souhaitables du droit international privé suisse*

En cas de ratification par la Suisse de la CLHTI se pose la question d'une éventuelle adaptation de la LDIP.

En sa qualité de loi uniforme de droit international privé (60), la CLHTI s'applique *erga omnes* et fait par conséquent partie du droit interne sans qu'il soit nécessaire de promulguer des règles nationales de droit international privé en la matière. L'adaptation de la LDIP à la CLHTI pourrait ainsi se faire simplement au moyen de l'introduction d'une disposition dans la LDIP opérant un renvoi à la CLHTI.

Un tel renvoi à la CLHTI introduirait dans le droit international privé suisse une nouvelle institution juridique : les titres intermédiés. Il conviendrait alors de se demander si cette nouvelle notion devrait être définie par un renvoi au droit matériel (61) ou être définie *expressis verbis* dans la LDIP. Un renvoi au droit matériel suisse ne nous paraît pas opportun, car il créerait un risque d'incertitude dans les cas où des institutions d'un droit étranger n'entreraient pas dans la définition des titres intermédiés retenue en droit matériel suisse, alors qu'elles pourraient être qualifiées de titres intermédiés au sens de la CLHTI. Quant à une définition du titre intermédié au sein même de la LDIP, elle ne nous paraît pas nécessaire, dès lors que la CLHTI contient une définition suffisamment claire de cette notion. En outre, de telles démarches seraient en contradiction avec le but de la CLHTI, qui est précisément d'avoir un champ d'application aussi large que possible en évitant tout détour par le processus qualificatoire national.

Au vu de la spécialité de la nouvelles disposition relative aux titres intermédiés par rapport aux autres dispositions de la LDIP, d'autres adaptations de la loi ne seraient pas nécessaires (*lex specialis derogat lege generale*). Il serait en effet clair que notamment les articles 100, 105 et 145 LDIP ne seraient plus applicables en présence d'une opéra-

(60) L'art. 9 CLHTI prévoit que « *La présente Convention est applicable même si la loi qu'elle désigne est celle d'un Etat non contractant* ».

(61) Voir les projets d'art. 4 Avant-Projet LTI et les projets d'art. 973a, 973b et 973c CO introduits par la LTI : *supra* C.I.a).

tion sur titres réalisée dans le cadre d'un système de détention indirecte. Par contre, les autres dispositions de la LDIP restent applicables pour les aspects d'une telle transaction ne ressortissant pas au domaine des droits réels (62).

Les questions de compétence directe et indirecte sont également hors du champ d'application de la CLHTI. Une ratification de la CLHTI par la Suisse n'aurait par conséquent aucune influence sur les règles de compétence actuellement en vigueur. Il nous paraîtrait toutefois souhaitable de profiter de l'entrée en vigueur de la CLHTI pour intégrer dans la LDIP des règles de compétence claires en la matière. A notre avis, à côté du for choisi par les parties, les tribunaux suisses du domicile ou de la résidence habituelle du défendeur doivent être compétents pour connaître des actions relatives au transfert des titres intermédiés. Il en va de même des tribunaux suisses du lieu où le défendeur a son établissement s'agissant des actions découlant d'actes relatifs au transfert de titres intermédiés opérés par cet établissement. Par contre, les tribunaux du lieu de situation des titres intermédiés ne devraient pas être compétents, dès lors que la CLHTI s'est résolument éloignée de ce facteur de rattachement. L'intégration de dispositions spéciales relatives à la compétence des tribunaux suisses aurait l'avantage de supprimer les doutes relatifs à la qualification des titres intermédiés et d'exclure des fors qui seraient en contradiction avec l'esprit de la CLHTI. Les décisions étrangères relatives à une prétention découlant d'actes relatifs au transfert des titres intermédiés pourront être reconnues en Suisse lorsqu'elles auront été rendues aux mêmes fors que ceux prévus en matière de compétence directe.

D. – CONCLUSION

Hier encore inconnus de l'ordre juridique suisse, mais en réalité depuis longtemps consacrés par la pratique, les titres intermédiés sont sur le point de se voir dotés d'une garde-robe juridique complète et attractive dans un proche avenir. L'adoption par la Suisse de règles aussi bien au niveau interne qu'au niveau international facilitera le

(62) Les parties peuvent choisir d'appliquer à leurs obligations contractuelles le même droit que celui régissant les aspects réels de leur relation ou un autre droit. L'art. 4 CLHTI n'impose en effet nullement que les parties choisissent un seul et unique droit dans la convention de compte, même s'il pose une sorte de présomption que le droit choisi par les parties régit l'entier de leurs relations juridiques.

voyage des titres d'un intermédiaire financier à l'autre par inscriptions en compte.

Au niveau interne, la nouvelle loi fédérale sur les titres intermédiés est prête à être adoptée par le législateur et à introduire une nouvelle forme de propriété *sui generis* dans le droit suisse. Grâce à cette loi, les titres conservés en dépôt collectif, les certificats globaux et les droits-valeurs feront aussi leur entrée dans le droit suisse des obligations.

Dans une perspective internationale, la Suisse est déterminée à appliquer la Convention de La Haye sur les titres intermédiés dès que possible. Ses règles de conflit pourront s'intégrer au droit international privé suisse sans difficulté et pourront être avantageusement complétées par des règles de compétence applicables aux actions relatives au transfert des titres intermédiés.

Ce nouveau système de règles répondra aux besoins pratiques des intervenants sur les marchés financiers internationaux en leur assurant une prévisibilité et une sécurité juridiques qui sont attendues avec impatience.