

Florence Guillaume*

L'*electio juris* comme règle de rattachement des titres intermédiés, ses effets sur les droits des tiers et ses conséquences dans une procédure d'insolvabilité

I. Introduction

Les transactions internationales sur titres représentent une part considérable de l'ensemble des opérations effectuées sur les marchés financiers. La très grande majorité de ces transactions intervient de façon intermédiée, autrement dit au moyen d'inscriptions en compte sur des comptes de titres détenus auprès d'intermédiaires financiers. On utilise désormais le terme de «titres intermédiés» (*indirectly-held securities*); «*Intermediär-verwahrte Wertpapiere*») pour désigner les titres échangés dans le cadre d'un système de détention indirecte.¹

Dans un système de détention directe, le rattachement traditionnel des titres à la *lex rei sitae* (ou *lex chartae sitae*)² est satisfaisant, dès lors que le titre est matérialisé sur un support papier et circule physiquement d'un détenteur à un autre. Cette règle de conflit devient par contre totalement inadaptée dès que le titre entre dans un système de détention indirecte, subit une dématérialisation et voyage désormais électroniquement au sein du système par le jeu d'opérations scripturales. L'émergence des titres partiellement dématérialisés (titres conservés en dépôt collectif et certificats globaux) et des droits-valeurs nécessitait la mise au point d'une nouvelle règle de conflit pour les titres et les opérations dont ils font l'objet.

La Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (la Convention sur les titres intermédiés; CLHTI)³ prend en considération cette évolution du système de détention des titres et amène une mini révolution dans le domaine du droit des biens en renonçant à l'application de la *lex rei sitae* et en choisissant de privilégier le droit choisi par les parties à la convention de compte. Bien entendu, la liberté de choix

* Professeur, Université de Neuchâtel, Suisse.

¹ Pour une présentation du système de détention indirecte des titres, voir: GUILLAUME, F., «Les titres détenus auprès d'un intermédiaire (titres intermédiés) en droit suisse – Aspects de droit matériel et de droit international privé», *Revue européenne de droit bancaire et financier – Euredia*, 2005/3, pp. 247 ss, spéc. pp. 249 ss. Le lecteur trouvera des illustrations graphiques d'un système de détention indirecte des titres dans GIRSBERGER, D. / GUILLAUME, F., «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: L. Thévenoz / Ch. Bover (éds.), *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Schulthess Verlag, Genève/Zurich/Bâle, 2004, pp. 15 ss, spéc. pp. 25 ss.

² La règle de la *lex rei sitae* consiste à rattacher le titre où les opérations dont il fait l'objet (transfert, nantissement, etc.) à la loi de situation du titre.

³ Le texte de la Convention sur les titres intermédiés est disponible sur le site de la Conférence de La Haye de droit international privé: <http://www.hoch.net>. La CLHTI a été adoptée le 13 décembre 2002 lors de la Dix-neuvième session diplomatique de la Conférence de La Haye de droit international privé. La Suisse et les Etats-Unis sont les deux premiers Etats à l'avoir signée, en date du 5 juillet 2006. La CLHTI n'est pas encore entrée en vigueur: tel sera le cas dès que trois Etats l'auront ratifiée (art. 19 CLHTI).

des parties est contenue dans un cadre précis, afin de garantir la sécurité juridique nécessaire au développement des marchés des valeurs mobilières.

Selon le système de rattachement mis en place par la CLHTI, l'*electio juris* opérée par les parties à la convention de compte entraîne des effets sur les droits des tiers. En outre, la survenance d'une procédure d'insolvabilité touchant l'un des participants au système de détention est susceptible de brouiller les droits sur les titres. En particulier, les droits obtenus par un créancier gagiste en garantie de sa créance contre le détenteur de titres doivent pouvoir continuer à être valables et exécutoires dans le cadre d'une procédure de réalisation forcée. La CLHTI contient des règles de rattachement permettant de préserver les droits des tiers acquis selon un droit autre que celui de l'Etat dans lequel une procédure d'insolvabilité est ouverte.

Notre propos se concentrera sur les règles de conflit de la CLHTI déterminant le champ d'application du droit choisi par les parties dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité. Cette présentation sera précédée d'un rappel des bases du système de rattachement mis en place par la CLHTI. L'exposé prendra appui sur le système juridique suisse qui est sur le point d'être complété et modernisé dans le domaine des titres intermédiés, aussi bien dans les relations internes qu'internationales.

II. La loi applicable aux titres intermédiés

Avant d'étudier le système de rattachement à proprement parler mis en place par la CLHTI, nous allons définir plus précisément la notion de titres intermédiés telle qu'elle a été fixée dans la CLHTI et telle qu'il est prévu de l'introduire dans le droit suisse.

A. La notion de titres intermédiés

1. Les titres intermédiés selon la CLHTI

Les titres intermédiés sont définis dans la CLHTI comme étant «les droits d'un titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres» (art. 1 al. 1 lit. f CLHTI). Cette définition tautologique ne peut être comprise qu'à l'aide des autres définitions offertes par la CLHTI:

- les titres y sont définis 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);
- le compte de titres est «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); et
- le titulaire de compte est «la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres» (art. 1 al. 1 lit. d CLHTI).

La référence aux notions de compte de titres et de titulaire de compte est nécessaire pour faire apparaître l'intermédiation dans la définition des titres intermédiés fixée dans la CLHTI. L'élément clef est en effet l'intervention d'un intermédiaire, lequel

est défini comme «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»,⁴ dans le système de détention des titres.

Les titres intermédiés au sens de la CLHTI visent donc tous les instruments et actifs de nature financière autres que les espèces, qu'ils soient représentés par un certificat ou entièrement dématérialisés, susceptibles d'être portés au crédit d'un compte de titres tenu par un intermédiaire au nom du titulaire de compte.

2. Les titres intermédiés en droit suisse

Les titres intermédiés n'ont pas encore reçu de consécration légale en Suisse à ce jour. Le droit suisse est fondé sur le concept de base que les droits afférents à un titre sont incorporés dans le titre même et ne peuvent pas être détenus, transférés ou nantis indépendamment du papier-valeur.⁵ Cette conception juridique n'est pas adaptée au mode de détention indirecte des titres. En particulier, la présomption de propriété liée à la possession du papier-valeur⁶ est incompatible avec l'immobilisation et l'intermédiation des titres. Pour compenser l'archaïsme des règles légales,⁷ les acteurs de la place financière suisse ont développé 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 complexe et malaisée. On peut toutefois identifier les éléments essentiels suivants.⁹

La Loi fédérale sur le droit international privé (LDIP) oscille entre plusieurs règles de conflit pour déterminer la loi applicable aux droits réels sur les titres intermédiés, en fonction du degré de dématérialisation des titres. A cette première difficulté de qualification se superpose une seconde qui découle du fait que la recherche du droit applicable nécessite l'intervention de règles de conflit différentes en cas de transfert ou de nantissement des titres. Seuls les aspects contractuels liés au transfert des titres ne posent *a priori* pas de problème particulier.¹⁰

⁴ Art. 1 al. 1 lit. c CLHTI. Les intermédiaires sont donc notamment les dépositaires centraux de titres (en Suisse: SIS), les banques, les négociants en valeurs mobilières, etc.

⁵ Voir art. 965 du Code des obligations (CO) et art. 714 et 901 du Code civil (CC).

⁶ Art. 930 al. 1 CC: «Le possesseur d'une chose mobilière en est présumé propriétaire.»

⁷ Le droit suisse actuel des papiers-valeurs date de 1936.

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.

⁹ Voir GIRSBERGER, D. / GUILLAUME, F., *supra* note 1, pp. 19 ss.

¹⁰ Le droit choisi par les parties régit dans la plupart des cas les aspects contractuels liés au transfert des titres (art. 116 LDIP). Dans l'hypothèse assez rare où les parties n'ont 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): il s'agit du droit de l'Etat de l'établissement de l'intermédiaire pour la détention et le transfert des titres, respectivement du droit de l'établissement ou de la résidence habituelle du constituant du gage pour le nantissement des titres (art. 117 al. 2 et 3 LDIP).

Le transfert des titres conservés en dépôt collectif ou issus d'une émission effectuée au moyen d'un certificat global est régi 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 du droit réel sur le titre,¹¹ alors que le transfert des droits-valeurs est régi par les règles sur la cession de créance, lesquelles désignent en principe le droit applicable à la créance cédée.¹² Les parties ne peuvent choisir le droit applicable au transfert de propriété que dans un cadre limité.¹³ Le nantissement des titres intermédiaires est quant à lui régi par le droit de la résidence habituelle du créancier gagiste,¹⁴ soit dans la plupart des cas la banque ou l'intermédiaire financier qui a accordé le prêt garanti. Les parties peuvent choisir le droit applicable au nantissement, mais ce choix ne sera pas opposable aux tiers. Le droit qui régit le titre nanti reste applicable dans tous les cas à l'égard du débiteur du titre mis en gage, soit l'émetteur.¹⁵

C'est donc en funambule que le juriste tentera d'appliquer les règles de rattachement du droit suisse, avec une seule certitude: la détermination du droit applicable au transfert ou au nantissement d'un titre intermédiaire est aléatoire.¹⁶

La difficulté de qualifier les titres intermédiaires en droit international privé suisse provient en grande partie du fait qu'ils ne sont pas encore dotés d'un régime légal en droit matériel suisse. Consciente de la nécessité de moderniser son droit des papiers-valeurs afin de tenir compte de la dématérialisation et de l'intermédiation des transactions sur titres, la Suisse a entrepris de réformer son droit interne parallèlement aux travaux conduits dans le cadre de la Conférence de La Haye de droit international privé.¹⁷ C'est ainsi que le projet d'une nouvelle Loi fédérale sur les titres intermédiaires (LTI; *Bucheffektengesetz*) est en train d'être examiné par le Parlement suisse simultanément à la proposition de ratifier la Convention de La Haye sur les titres intermédiaires.¹⁸

¹¹ Voir art. 100 al. 1 LDIP. La loi du lieu où le titre est conservé, soit en principe le lieu du dépositaire central, est ainsi applicable. Les titres conservés en dépôt collectif ou issus d'une émission effectuée au moyen d'un certificat global sont qualifiés de papiers-valeurs et sont donc régis par les règles de conflit applicables aux meubles.

¹² Voir art. 145 al. 1 LDIP. Lorsqu'une émission est réalisée uniquement par inscription dans un registre, l'investisseur est titulaire d'un droit de nature contractuelle correspondant à sa participation à l'émission, autrement dit d'un droit-valeur.

¹³ Les parties peuvent choisir d'appliquer au transfert de propriété des titres conservés en dépôt collectif et des certificats globaux le même droit que celui régissant leur relation contractuelle (art. 104 al. 1 LDIP); mais le droit ainsi choisi ne sera pas opposable aux tiers à la transaction, lesquels pourront toujours invoquer le droit de l'Etat dans lequel le titre est conservé (art. 104 al. 2 LDIP). Une élection de droit faite par les parties dans le cadre du transfert d'un droit-valeur ne pourra déployer ses effets à l'égard du débiteur cédé que si ce dernier a approuvé le choix de loi fait par les parties (art. 145 al. 1 *in fine* LDIP) de façon expresse ou ressortant sans aucun doute des circonstances (art. 116 al. 2 LDIP).

¹⁴ Voir art. 105 al. 2 LDIP. Les droits-valeurs doivent être qualifiés de créances et non pas d'*«autres droits»* au sens de l'art. 105 al. 2 LDIP. Voir GUILLAUME, F., *supra* note 1, p. 258. Du même avis: BRUNNER, Ch., *Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Stämpfli Verlag, Berne, 1996, p. 109; FAVRE, O., *Die Berechtigung von Depotkunden an ausländischen Effekten*, Schulthess Verlag, Zurich/Bâle/Genève, 2003, p. 284; ZOLL, D., «Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren (aus schweizerischer Sicht)», *Revue suisse de droit des affaires (RSDA)*, 2001, pp. 105 ss, spéc. p. 111.

¹⁵ Voir art. 105 al. 1 et 3 LDIP.

¹⁶ Pour une critique du système actuel de rattachement: GUILLAUME, F., *supra* note 1, pp. 255 ss.

¹⁷ Pour une présentation des évolutions législatives en cours en Suisse: GUILLAUME, F., *supra* note 1, pp. 259 ss.

¹⁸ Voir le Message concernant la Loi fédérale sur les titres intermédiaires (LTI) ainsi que l'approbation et la mise en œuvre de la Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, à paraître fin 2006.

L'article 3 du projet de LTI prévoit que les titres intermédiaires seront des:

- créances et droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur;
- inscrits au crédit d'un compte de titres;
- opposables au dépositaire ainsi qu'à tout tiers; et
- soustraits à la mainmise des autres créanciers du dépositaire.¹⁹

Le concept de titres intermédiaires qui est en train d'être élaboré en droit suisse a donc une portée moins large que celle retenue dans la CLHTI, même si cette notion a été directement inspirée des travaux menés à La Haye. Ceci s'explique aisément par le fait que les rédacteurs de la CLHTI ont pris soin de créer une notion de titres intermédiaires qui soit aussi large que possible afin d'y englober toutes les particularités nationales de détention indirecte des titres.

Le droit matériel suisse, tel qu'il est prévu de l'amender, prévoira un régime uniforme pour la détention des titres intermédiaires qui sera réglementé par la LTI. Dès qu'un titre entrera dans le système de détention indirecte, autrement dit dès qu'un dépositaire l'aura inscrit au crédit d'un compte de titres, la LTI s'appliquera et réglera toutes les questions liées à sa conservation et à son transfert. Peu importe à cet égard la forme d'intermédiation: le titre pourra être indifféremment conservé en dépôt collectif ou être émis sous la forme d'un certificat global ou sous la forme d'un droit-valeur.²⁰

L'entrée en vigueur de la LTI est prévue simultanément à la ratification par la Suisse de la CLHTI. Cette dernière devrait être intégrée dans le droit suisse²¹ au moyen d'une disposition renvoyant directement à la CLHTI.²² Cette règle de conflit de lois sera complétée par des règles relatives aux conflits de juridiction (compétences directe et indirecte). En outre, dès lors que la notion de titres intermédiaires fixée dans la CLHTI différera quelque peu de celle qu'il est prévu d'intégrer dans le droit matériel suisse, la LDIP contiendra une définition des titres intermédiaires pour marquer clairement la différence existant entre la notion au niveau interne et au niveau international.²³

En résumé, on retiendra qu'un titre sera considéré comme intermédiaire en droit suisse dès qu'il est entré dans le système de détention indirecte, ce qui implique qu'il soit crédité sur un compte de titres tenu par un dépositaire.

¹⁹ Ces quatre caractéristiques essentielles figuraient déjà à l'art. 4 de l'avant-projet de Loi sur les titres intermédiaires proposé dans le Rapport du groupe de travail constitué par le Département fédéral des finances pour élaborer un avant-projet de Loi fédérale sur la détention et le transfert des titres intermédiaires (*Bundesgesetz über die Verwahrung und Übertragung von Bucheffekten (Bucheffektengesetz)*) présenté en juin 2004. Ce document peut être téléchargé sur le site du Département fédéral des finances: <http://www.efid.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/00896/index.html?lang=fr> (disponible uniquement en allemand).

²⁰ Il est prévu que la définition des titres intermédiaires soit intégrée dans le Code des obligations dans de nouveaux art. 973a (dépôt collectif de papiers-valeurs), 973b (certificat global) et 973c (droits-valeurs).

²¹ Si nécessaire, la CLHTI sera intégrée au droit suisse au titre de droit autonome en attendant son entrée en vigueur au niveau international.

²² Pour une présentation du projet de nouvelles dispositions à insérer dans la LDIP, voir GERSBERGER, D., «Hague Securities Convention – The Swiss Prospects», dans ce recueil.

²³ Le fait qu'un concept juridique n'ait pas exactement la même portée au niveau international qu'au niveau interne ne constitue pas une exception en droit suisse: tel est déjà le cas s'agissant des sociétés.

B. Le système de rattachement mis en place par la CLHTI

1. La liberté des parties quant au choix du droit applicable

L'exemple fourni par le droit international privé suisse montre la nécessité de fixer des règles de conflit de lois modernes prenant en compte la réalité du mode de détention, de transfert et de nantissement des titres. L'écart actuel entre les règles de conflit de lois et les circonstances dans lesquelles elles s'appliquent entraîne une incertitude juridique quant à la loi régissant notamment l'opposabilité et la priorité des droits sur des titres intermédiés qui porte préjudice aux marchés financiers. La CLHTI a été élaborée précisément pour tenir compte de la réalité de la détention des titres sur le marché. Elle offre des règles de conflit claires permettant de désigner la loi qui va déterminer qui a quel droit réel sur des titres intermédiés.

La clef du système de rattachement mis en place par la CLHTI figure à son article 4.²⁴ Cette disposition prévoit que la loi désignée par le titulaire de compte et son intermédiaire au moyen d'une *electio juris* dans la convention de compte détermine la nature juridique et les effets des droits réels sur les titres inscrits en compte.²⁵ L'article 4 CLHTI limite toutefois la portée de l'*electio juris* en ce sens que le rattachement subjectif est subordonné à un rattachement objectif de l'intermédiaire dans l'Etat dont la loi a été choisie par les parties (condition dite de l'établissement conforme). L'intermédiaire pertinent doit avoir au moment de la conclusion de la convention de compte un établissement dans l'Etat désigné dans la convention de compte qui soit exerce, à titre professionnel ou habituel, une activité de tenue de comptes de titres (voir l'art. 4 al. 1 lit. a CLHTI)²⁶, 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 (voir l'art. 4 al. 1 lit. b CLHTI). Un établissement ne sera en tout cas pas considéré comme conforme s'il n'exerce que des activités limitées de tenue de comptes, comme par exemple le

traitement de données informatiques ou l'exploitation d'un centre d'appel dans l'Etat désigné dans la convention de compte (voir l'art. 4 al. 2 CLHTI).

Le rattachement principal à la loi désignée par les parties 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 l'élection de droit n'est pas valable, notamment lorsque 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. L'article 5 CLHTI prévoit trois critères de rattachement subsidiaires:

- 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);
- subsidiairement, application de la loi de l'Etat de constitution ou d'organisation de l'intermédiaire pertinent (art. 5 al. 2 CLHTI); et
- subsidiairement, application de la loi du lieu principal d'activités de l'intermédiaire pertinent (art. 5 al. 3 CLHTI).

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.

2. La portée de la loi désignée par la CLHTI

La portée des règles de conflit de lois mises en place par la CLHTI est limitée aux aspects de droits réels liés à la détention, au transfert et au nantissement des titres intermédiés. Tous les aspects contractuels de ces opérations sortent du champ d'application conventionnel²⁷ et continuent à être régis par les règles internes de droit international privé.²⁸

L'article 2 al. 1 CLHTI définit le champ d'application matériel de la Convention en établissant une liste exhaustive des questions devant être régies par la loi qu'elle désigne.²⁹ La CLHTI régit notamment les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres intermédiés, les questions de priorité entre droits concurrents, ainsi que les conditions de réalisation d'un droit sur des titres.³⁰

²⁷ Voir art. 2 al. 3 lit. a CLHTI.

²⁸ Voir *supra* note 10.

²⁹ Voir DEGUÉE, J.-P., «La Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire - Champ d'application et domaine de la loi applicable», dans ce recueil.

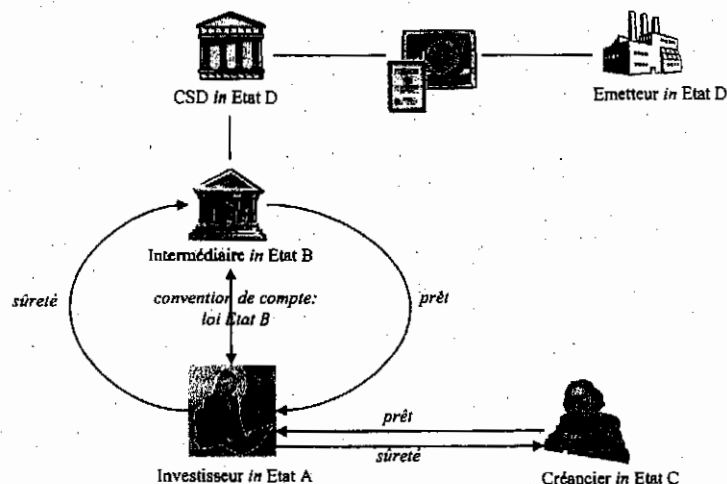
³⁰ L'art. 2 al. 1 CLHTI prévoit que la «Convention détermine la loi applicable aux questions suivantes concernant des titres détenus auprès d'un intermédiaire: (a) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers des droits résultant du crédit de titres à un compte de titres; (b) la nature juridique et les effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire; (c) les éventuelles conditions d'opposabilité d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire; (d) si le droit d'une personne sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne; (e) les éventuelles obligations d'un intermédiaire envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne; (f) les éventuelles conditions de réalisation d'un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire; (g) si le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire s'étend aux droits aux

²⁴ Voir la contribution de BERNASCONI, Ch. et SIGMAN, H.C., «Déterminer la loi applicable: les facteurs de rattachement retenus dans la Convention de La Haye sur les Titres», dans ce même recueil.

²⁵ Au sein de l'Union européenne, une règle différente, mais fondée à la base sur la même approche, a été retenue dans le cadre de l'élaboration d'un marché financier communautaire intégré: la loi applicable à la détention de titres intermédiés est celle du lieu où est situé le compte de titres. Cette règle de base figure dans trois textes européens: la Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, J.O.C.E. 1998 L 166, pp. 45 ss (voir art. 9 al. 2); la Directive 2001/24/CE du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, J.O.C.E. 2001 L 125, pp. 15 ss (voir art. 24); et la Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière, J.O.C.E. 2002 L 168, pp. 43 ss (voir art. 9 al. 1). Pour une présentation critique des règles de conflit communautaires, voir: DEGUÉE, J.-P. / DEVOS, D., «La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002», *Revue de droit commercial belge*, 2002, pp. 5 ss, spéc. pp. 10 ss. La Commission européenne a présenté le 5 juillet 2006 un rapport évaluant l'opportunité pour la Communauté européenne et les Etats membres de signer la CLHTI intitulé *Commission Staff Working Document on Legal Assessment of Certain Aspects of the Hague Securities Convention* et daté du 3 juillet 2006 (http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/legal_assessment_en.pdf). La Commission y recommande la signature de la CLHTI par la Communauté européenne et les Etats membres dès qu'elle aura été signée par au moins deux de ses principaux partenaires commerciaux, dont les Etats-Unis. Dès lors que la CLHTI a été signée le 5 juillet 2006 par la Suisse et les Etats-Unis, on peut s'attendre à ce que cette recommandation soit suivie rapidement d'effets.

²⁶ Selon le texte de l'art. 4 al. 1 lit. a CLHTI, l'intermédiaire pertinent doit exercer les activités de tenue de compte «soit seul, soit avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour l'intermédiaire pertinent». Pour remplir la condition de l'établissement conforme au sens de l'art. 4 al. 1 lit. a CLHTI, l'intermédiaire pertinent doit donc avoir une présence réelle dans l'Etat choisi par les parties, laquelle peut se manifester soit par la présence du siège, d'une succursale ou même d'une filiale de l'intermédiaire pertinent dans cet Etat.

Le fonctionnement de l'article 2 al. 1 CLHTI peut être illustré au moyen d'un exemple simple :



Un investisseur domicilié dans l'Etat A acquiert des titres d'une société organisée selon la loi de l'Etat D déposés auprès du dépositaire central national (*National Central Securities Depository, CSD*) par l'intermédiaire de son intermédiaire organisé selon la loi de l'Etat B et ayant un établissement dans ce même Etat B. Les conditions d'application de l'article 4 al. 1 CLHTI, et notamment celle de l'établissement conforme, sont par hypothèse remplies. La convention de compte prévoit expressément qu'elle est régie par la loi de l'Etat B. Cette loi régit toutes les questions énumérées à l'article 2 al. 1 CLHTI, et notamment la question des effets à l'égard de l'intermédiaire et des tiers du crédit des titres sur le compte de l'investisseur auprès de son intermédiaire.

Pour acquérir ses titres, l'investisseur s'est fait accorder un prêt par un créancier situé dans un Etat C. L'investisseur a constitué une sûreté en faveur de ce créancier en nantissant les titres acquis en sa faveur. Le nantissement est régi par la loi de l'Etat B et a été rendu opposable selon cette même loi, toujours en application de l'article 2 al. 1 CLHTI.

Or, l'investisseur avait préalablement obtenu de son intermédiaire une ligne de crédit pour l'achat de titres. L'intermédiaire avait pris soin d'obtenir une sûreté sur tous les titres crédités sur le compte de l'investisseur afin de garantir la ligne de cré-

dividendes, revenus, ou autres distributions, ou aux remboursements, produits de cession ou tous autres produits.»

dit. C'est toujours la loi de l'Etat B qui va déterminer dans quelle mesure l'investisseur avait le droit de nantir deux fois les mêmes titres, ainsi que l'ordre de priorité des deux nantissements.

Cet exemple classique illustre bien le système de rattachement mis en place par la CLHTI. Il montre en particulier le fait que toutes les questions entrant dans le champ d'application de la CLHTI en relation avec un compte de titres particulier sont régies par une seule et même loi.³¹ Les parties ne peuvent pas convenir de limiter l'application de la loi choisie à certaines des questions énumérées à l'article 2 al. 1 CLHTI. Par contre, elles sont libres de fractionner le droit applicable à leur relation de compte en choisissant une loi pour régir les questions de l'article 2 al. 1 CLHTI qui soit différente de celle régissant la convention de compte. En sa qualité de contrat, cette dernière sort en effet du champ d'application de la CLHTI et est soumise en tant que telle aux règles de conflit du for applicables aux contrats.

3. Les effets indésirables de l'*electio juris* sur les droits des tiers

Le principal inconvénient de la CLHTI est également mis en évidence par l'exemple présenté ci-dessus:³² la règle de conflit de base repose sur un choix de loi opéré par les parties au sein de la convention de compte. Or, cette *electio juris* peut avoir des effets sur les droits des tiers, quand bien même ces derniers ne sont pas nécessairement informés de la loi choisie entre le titulaire de compte et son intermédiaire et ne peuvent souvent pas influencer ce choix.

Il est vrai que ce manque de transparence est inhérent à tout système basé sur une règle de rattachement subjective. Mais cette caractéristique est surprenante dans une matière relevant fondamentalement des droits réels. La précarité de la situation des tiers – et notamment des créanciers gagistes – est renforcée par le fait que le transfert de droits sur les titres n'emporte aucune mesure particulière de publicité qui pourrait résulter par exemple d'un transfert de possession visible ou de l'inscription dans un registre public. Seule l'inscription sur un compte de titres auprès d'un intermédiaire permet de matérialiser le transfert. La situation des créanciers gagistes est ainsi préjudiciée par l'absence d'élément externe permettant d'identifier l'existence de droits réels sur des titres intermédiés conjuguée au fait qu'il n'y a pas d'obligation de les informer de l'existence d'autres droits réels que les leurs sur les mêmes titres.

Les effets pratiques de ce manque de transparence sont toutefois restreints. Les principaux tiers concernés sont les créanciers et les créanciers gagistes. Or, l'application de la règle de conflit de l'article 4 CLHTI ne va *a priori* pas péjorer substantiellement leurs droits. En effet, si un tiers entend acquérir des droits sur des titres intermédiés, par exemple en obtenant des titres en garantie d'une créance contre le titulaire de compte, la loi que ce dernier et son intermédiaire ont choisie pour régir les questions relevant de l'article 2 al. 1 CLHTI fera partie des informa-

³¹ L'art. 4 al. 1 CLHTI précise bien que «la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'article 2(1) est la loi en vigueur de l'Etat convenue expressément dans la convention de compte comme régissant celle-ci ou, si la convention de compte désigne expressément une autre loi applicable à toutes ces questions, cette autre loi. [...]» (souligné par l'auteur).

³² Exemple présenté sous II.B.2.

tions que le tiers sera légitimé à demander avant de conclure la transaction envisagée.³³

On relèvera à ce sujet que les obligations des parties en relation notamment avec un devoir de confidentialité ou au contraire avec un devoir d'annonce sortent du cadre de la CLHTI.³⁴ Le choix par les parties de la loi régissant les droits réels sur les titres intermédiés n'a par conséquent aucune incidence sur une éventuelle obligation d'annoncer les transactions qui serait imposée notamment aux intermédiaires et aux détenteurs de compte.

Un effet plus important sur les droits des tiers découlant du fait qu'ils ne sont pas parties à la convention de compte renfermant l'*electio juris* réside dans le risque que leurs droits sur les titres soient touchés par une modification du droit applicable faite par les parties à la convention de compte sans leur consentement. Ce changement de loi peut être motivé par des raisons pratiques ne posant pas de difficulté particulière, mais aussi par des motifs moins avouables. On pourrait par exemple imaginer qu'un titulaire de compte qui a concédé une garantie sur ses titres en faveur d'un tiers créancier décide de changer la loi applicable selon la CLHTI au profit d'une loi imposant des conditions particulières à la validité des sûretés, lesquelles n'auraient par hypothèse pas été remplies. Ce faisant, le titulaire pourrait parvenir à affranchir ses titres des droits de garantie les grevant.³⁵

L'article 7 CLHTI palie à ce risque en prévoyant que les droits acquis par des tiers avant le changement de loi ne sont ni restreints ni écartés lorsque les parties à la convention de compte conviennent de changer la loi applicable. Si un tiers n'a pas consenti au changement de loi, l'ancienne loi demeure applicable à son égard pour toutes les questions ayant trait à l'existence d'un droit sur des titres intermédiés né avant le changement de loi, aux droits résultant d'un transfert de titres rendu opposable avant le changement de loi ainsi qu'à la priorité entre parties dont les droits sont nés avant le changement de loi (art. 7 al. 4 CLHTI). Tout tiers, comme par exemple un créancier gagiste, peut bien entendu être intégré par les parties dans le changement de loi et y consentir, ce qui annulerait tout besoin de protection particulière de ses droits. Dans ce cas, la nouvelle loi régira également ses droits sur les titres concernés par le changement de loi.

En cas de changement de la loi applicable par les parties, la nouvelle loi régit donc tous les droits portant sur des titres crédités à un compte de titres avant ou après le changement de loi, aussi bien à l'égard des parties à la convention de compte qu'à l'égard du tiers ayant consenti au changement de la loi applicable en vertu de la CLHTI (art. 7 al. 3 CLHTI).

³³ Il se peut d'ailleurs qu'à l'avenir cette information soit visible de l'extérieur si les comptes de titres sont pourvus d'un numéro d'identification comparable à l'IBAN; ce numéro pourrait inclure un code permettant d'identifier la loi applicable selon la CLHTI.

³⁴ De tels devoirs ne sont pas de nature réelle et sortent par conséquent du champ d'application de la CLHTI (voir art. 2 al. 3 lit. a CLHTI). En outre, lorsqu'ils sont notamment en relation avec les réglementations anti-blanchiment ou relatives à la surveillance des marchés, ces devoirs relèvent en principe de l'ordre public et leur application est donc de toute façon préservée par l'art. 11 CLHTI.

³⁵ Cette hypothèse ne peut intervenir en pratique que dans des cas particuliers et notamment à condition que les titres gagés n'aient pas été crédités sur le compte du créancier gagiste. En outre, elle suppose la complicité de l'intermédiaire dont le devoir de diligence devrait en principe prévenir ce genre de comportement abusif.

III. Les conséquences de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité sur les droits des tiers

La question de la protection des droits des tiers se pose tout particulièrement dans le cas où une procédure d'insolvabilité est ouverte contre l'un des participants au système de détention indirecte. Il convient alors de déterminer si et dans quelle mesure les droits qu'un créancier a acquis avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité sont maintenus et peuvent être exercés après l'ouverture d'une telle procédure. Cette démarche suppose de délimiter précisément les champs d'application respectifs de la loi désignée par la CLHTI et de la loi de l'insolvabilité. L'article 8 CLHTI offre la clef de répartition entre ces deux lois.³⁶ Cette disposition s'applique sans égard à la personne à l'encontre de laquelle la procédure d'insolvabilité est dirigée: la partie insolvable peut être aussi bien un titulaire de compte, un créancier, un intermédiaire ou l'émetteur.

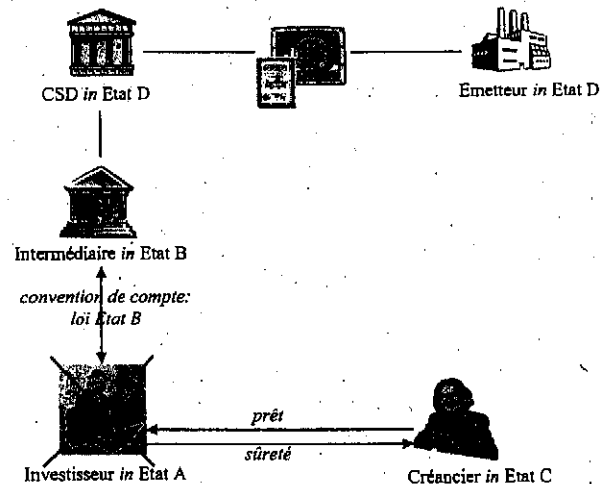
A. Le principe de la reconnaissance des droits acquis

Le principe de base posé à l'article 8 al. 1 CLHTI est que tous les droits acquis en vertu de la loi désignée par la CLHTI seront reconnus dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité³⁷ subséquente. Il découle de ce principe que l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité ne change pas le droit applicable selon la CLHTI. Ainsi, les conditions d'opposabilité d'une sûreté acquise antérieurement restent déterminées par la loi désignée par la CLHTI. Le juge de l'insolvabilité ne peut appliquer ni la loi du for, ni la loi désignée par ses propres règles de conflit pour déterminer si des droits acquis sur des titres intermédiés sont opposables ou pas. En d'autres termes, il ne peut pas imposer des conditions d'opposabilité autres que celles prescrites par la loi désignée par la CLHTI. La conséquence directe de cette règle est que l'endroit d'ouverture de la procédure d'insolvabilité n'a aucune incidence sur la loi applicable aux questions d'opposabilité des droits sur des titres intermédiés.

³⁶ Dans son rapport du 3 juillet 2006 évaluant l'opportunité pour la Communauté européenne et les Etats membres de signer la CLHTI (voir *supra* note 25); la Commission européenne a estimé que les règles communautaires applicables aux procédures d'insolvabilité selon lesquelles une procédure d'insolvabilité ouverte dans un Etat membre n'a pas d'effet sur les droits réels existant sur des biens situés dans un autre Etat membre ne seraient pas touchées par la CLHTI. L'adoption de la CLHTI n'entraînerait par conséquent aucune modification des instruments européens en vigueur, et notamment des textes suivants: le Règlement (CE) du Conseil 1346/2000 du 29 mai 2000 relatif aux procédures d'insolvabilité, J.O.C.E. 2000 L 160, pp. 1 ss; la Directive 2001/24/CE du 4 avril 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit, J.O.C.E. 2001 L 125, pp. 15 ss; et la Directive 2001/17/CE du 19 mars 2001 concernant l'assainissement et la liquidation des entreprises d'assurance, J.O.C.E. 2001 L 110, pp. 28 ss.

³⁷ Au sens de la CLHTI, une procédure d'insolvabilité est toute «procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la supervision d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de redressement ou de liquidation» (art. 1 al. 1 lit. k CLHTI). En droit suisse, il s'agit essentiellement des procédures de faillite et de concordat figurant dans la Loi fédérale sur la poursuite pour dettes et la faillite (LP) et des procédures spéciales concernant les instituts bancaires (Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne), ainsi que les ordonnances et règlements s'y rapportant.

Prenons l'exemple suivant pour illustrer notre propos:



Dans l'hypothèse où une procédure d'insolvabilité est ouverte contre l'investisseur dans l'Etat A, l'article 8 al. 1 CLHTI répond à la question de savoir si la sûreté constituée en faveur du créancier avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité va être reconnue par le juge de l'insolvabilité. La réponse à cette question dépend de la loi désignée par la CLHTI, soit la loi choisie dans la convention de compte; dans notre exemple, il s'agit de la loi de l'Etat B. Si, selon la loi de l'Etat B, la sûreté est opposable aux tiers, le juge de l'insolvabilité devra reconnaître l'existence et la validité de cette sûreté dans le cadre de la procédure d'insolvabilité.

Le juge de l'insolvabilité ne peut pas à ce stade du raisonnement invoquer le fait que la sûreté ne remplit pas les conditions d'opposabilité fixées par son propre droit matériel pour refuser de la reconnaître. La loi de l'insolvabilité ne peut en effet pas dénier au créancier dont la sûreté a été rendue opposable selon la loi désignée par la CLHTI sa qualité de créancier gagiste. Mais comme on va le voir, la *lex concursus* a quand même son mot à dire dans la suite du raisonnement.

B. Les effets des droits antérieurement acquis

L'article 8 al. 2 CLHTI définit une sorte de réserve à l'article 8 al. 1 CLHTI: bien que la loi applicable en vertu de la CLHTI détermine si des droits acquis sur des titres intermédiés existent, la loi de l'insolvabilité détermine les effets de ces droits dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité. Cette disposition permet ainsi de préserver la *lex concursus* en prescrivant que la CLHTI n'a pas d'incidence sur le régime juridique de l'insolvabilité en vigueur dans un Etat.

1. Le champ d'application de la loi de l'insolvabilité

L'article 8 al. 2 CLHTI contient une liste non exhaustive³⁸ des questions qui doivent être réglées par la loi de l'insolvabilité et qui sortent par conséquent du domaine de la loi applicable selon la CLHTI.³⁹ Peu importe que ces questions soient traitées dans des règles matérielles ou procédurales du for. L'article 8 al. 2 CLHTI mentionne trois domaines relevant de la loi de l'insolvabilité que nous allons illustrer au moyen du droit suisse.

Premièrement, la loi de l'insolvabilité régit le rang des créanciers dans le cadre de la procédure d'insolvabilité. En droit suisse, cette réserve vise essentiellement l'ordre de collocation des créanciers dans le cadre d'une faillite (art. 219 LP) et les participations privilégiées en cas de saisie (art. 111 LP).

Deuxièmement, la nullité⁴⁰ des transferts frauduleux et des transferts effectués pendant la période suspecte est aussi soumise à la loi de l'insolvabilité. En droit suisse, cette réserve vise essentiellement l'action révocatoire des articles 285 ss LP. Cette action a pour but de replacer le patrimoine du débiteur dans l'état où il se trouvait avant l'accomplissement de l'acte révocable pendant la période suspecte. Elle peut par exemple viser des transactions réalisées à une valeur inférieure à celle du marché ou en fraude des droits des créanciers.

Troisièmement, la question de l'exercice des droits après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité relève également de la loi de l'insolvabilité. On peut citer à cet égard en droit suisse par exemple l'article 324 LP qui accorde un droit de préférence aux créanciers gagistes dans les procédures concordataires. Dans ce cadre et à certaines conditions, les créanciers gagistes peuvent réaliser leurs gages au choix par la voie d'une poursuite en réalisation de gage, d'une vente de gré à gré ou d'une vente en bourse. Il est prévu dans le projet de LTI que ce droit de préférence en faveur des bénéficiaires de sûretés soit étendu à toutes les procédures d'exécution forcée.⁴¹

L'exercice d'un éventuel droit de distraction dans le cadre d'une procédure d'exécution forcée dirigée contre un acquéreur tenu à restitution de titres acquis sans droit est également du ressort de la loi de l'insolvabilité. Si ces titres ou d'autres de même nature et genre se trouvent dans la masse en faillite du débiteur, la loi de l'insolvabilité détermine si un tiers peut revendiquer ces titres et les distraire de la masse en faillite à son profit. En droit suisse, la LTI prévoit l'introduction d'un tel droit de distraction.⁴²

³⁸ Voir GOODE, R. / KANDA, H. / KREUZER, K., *Rapport explicatif de la Convention de La Haye sur les titres*, Martinus Nijhoff Publishers, La Haye, 2005, pp. 8-10, pp. 122 ss.

³⁹ Le texte de l'art. 8 al. 2 CLHTI est le suivant: «La présente Convention ne porte pas atteinte à l'application de toute règle de droit matériel ou de procédure en matière d'insolvabilité, telle que celle relative: (a) au rang des catégories de créances ou à la nullité d'un transfert effectué au mépris des règles sur la période suspecte ou effectué en fraude des droits des créanciers; ou (b) à l'exercice de droits à compter de l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité».

⁴⁰ Dans sa version anglaise, le texte de l'art. 8 al. 2 CLHTI est formulé comme suit: «[...] (a) the ranking of categories of claim or the avoidance of a disposition as a preference or a transfer in fraud of creditors; [...]» (souligné par l'auteur). Le terme «avoidance» est traduit dans la version française par «nullité» (voir *supra* note 39). Selon la terminologie utilisée en droit suisse, le terme «avoidance» désigne l'annulation d'un transfert plutôt que sa nullité.

⁴¹ Voir projet d'art. 31 al. 2 LTI (*supra* note 18).

⁴² Voir projet d'art. 29 al. 3 LTI (*supra* note 18).

La position des titulaires de compte en cas de faillite de leur intermédiaire relève aussi uniquement de la loi de l'insolvabilité. En droit suisse, l'article 37d de la Loi fédérale sur les banques (LB) prévoit un droit de distraction des valeurs déposées auprès d'un établissement bancaire en faveur des déposants. Ces valeurs sont ainsi soustraites à la procédure d'insolvabilité dirigée contre la banque et ne tombent pas dans sa masse en faillite pour désintéresser ses créanciers.⁴³ Il est prévu que ce droit de distraction soit étendu à tous les dépositaires de titres intermédiés dans le cadre de la LTI.⁴⁴

2. Illustrations de la délimitation entre la loi de la CLHTI et la loi de l'insolvabilité

Reprenons l'exemple présenté ci-dessus⁴⁵ pour illustrer la délimitation entre la loi de la CLHTI et la loi de l'insolvabilité:

Si une procédure d'insolvabilité est ouverte à l'encontre de l'investisseur dans l'Etat A et que la sûreté en faveur du créancier situé dans l'Etat C a été valablement rendue opposable selon la loi de l'Etat B désignée par la CLHTI avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, nous avons vu que le juge de l'insolvabilité devra reconnaître l'existence de cette sûreté dans le cadre de la procédure d'insolvabilité en vertu de l'article 8 al. 1 CLHTI. Il va néanmoins appliquer les règles de son propre droit d'insolvabilité pour déterminer dans quelle mesure le bénéficiaire de la sûreté peut effectivement faire valoir et exercer ses droits après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité, conformément à la réserve figurant à l'article 8 al. 2 CLHTI.

Ainsi, une règle du droit de l'Etat A prévoyant par exemple que tous les actes faits par un débiteur dans une période déterminée précédant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité dans l'intention de favoriser certains créanciers au détriment des autres peuvent être annulés ou révoqués pourra être appliquée pour tenir en échec les droits du créancier gagiste. Par conséquent, même si la sûreté du créancier a été valablement rendue opposable en vertu de la loi désignée par la CLHTI, la loi de l'insolvabilité peut empêcher le créancier d'exercer ses droits dans le cadre de la procédure d'insolvabilité ouverte à l'encontre de son débiteur. En d'autres termes, le fait que l'opposabilité de la sûreté ait été reconnue conformément à l'article 8 al. 1 CLHTI n'interdit pas l'application des règles de nullité de la loi de l'insolvabilité, conformément à l'article 8 al. 2 CLHTI.

Si la procédure d'insolvabilité est ouverte en Suisse, le créancier gagiste pourrait se voir empêché de faire valoir ses droits découlant de la sûreté par exemple dans l'hypothèse où il aurait octroyé dans un premier temps un prêt sans sûreté, puis aurait exigé par la suite de son débiteur qu'il savait surendetté un gage sur les titres. Une telle constitution de sûreté pourrait être annulée en vertu de l'article 287 LP si

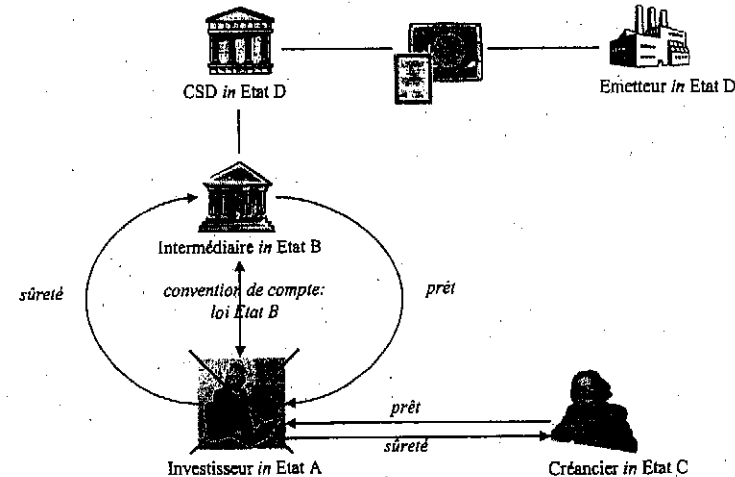
⁴³ Le principe du droit de distraction est également acquis en droit suisse s'agissant des avoirs d'un portefeuille collectif interne en cas de faillite de la banque ou du négociant en valeurs mobilières (voir art. 4 al. 4 de la Loi fédérale sur les fonds de placement et art. 4 al. 3 du projet de Loi fédérale sur les placements collectifs).

⁴⁴ Voir projet d'art. 17 LTI (*supra* note 18).

⁴⁵ Exemple présenté sous III.A.

elle est intervenue dans l'année précédant la saisie ou l'ouverture de la faillite contre l'investisseur.

Prenons un autre exemple:



Dans cet exemple, deux sûretés subséquentes ont été constituées par l'investisseur sur les mêmes titres: une sûreté en faveur du créancier qui lui a accordé le prêt nécessaire à l'acquisition des titres et une autre sûreté en faveur de l'intermédiaire portant sur tous les titres crédités sur son compte afin de garantir la ligne de crédit accordée par l'intermédiaire pour l'acquisition de titres. La loi désignée par la CLHTI, soit la loi de l'Etat B, va déterminer l'ordre de priorité entre ces sûretés.

Admettons que selon la loi de l'Etat B, la sûreté de l'intermédiaire l'emporte dans tous les cas sur celle d'un tiers sans égard au moment de constitution. Une procédure de faillite est ouverte en Suisse contre l'investisseur. En vertu de l'article 8 al. 2 CLHTI, la loi suisse va déroger à la loi de l'Etat B concernant notamment le rang des créanciers et l'exercice des droits sur les titres dès le moment où la procédure d'insolvabilité est ouverte. Or, le droit suisse connaît le principe «*prior tempore potior jure*».⁴⁶ Si la sûreté en faveur du créancier a été constituée avant celle en faveur de l'intermédiaire, elle va l'emporter sur celle de l'intermédiaire selon le droit suisse. L'application de l'article 8 al. 2 CLHTI dans notre exemple aura ainsi pour conséquence de changer le rang des créanciers prévu selon la loi de la CLHTI.

⁴⁶ Ce principe est prévu en droit suisse à l'art. 893 al. 2 du Code civil (CC) et sera probablement repris dans la LTI (voir projet d'art. 30 al. 1 LTI; *supra* note 18).

Prenons une variante à cet exemple et partons au contraire du principe que selon la loi de l'Etat B, la sûreté du créancier gagiste l'emporte sur celle de l'intermédiaire (par exemple en vertu du principe de la priorité dans le temps). Or, admettons que la loi de l'insolvabilité prévoit que le bénéficiaire d'une sûreté sur des titres intermédiés a le droit de les réaliser pour se désintéresser même après l'ouverture d'une procédure d'exécution forcée contre le débiteur.⁴⁷ L'intermédiaire aurait dans ce cas une position plus avantageuse que celle des tiers notamment si les titres sont restés au crédit du compte de l'investisseur dans ses livres. Il pourrait en effet dans cette hypothèse réaliser sa sûreté, par exemple en vendant les titres sur le marché, quand bien même une procédure d'insolvabilité serait en cours contre le débiteur et quand bien même un autre créancier aurait un droit de gage sur les mêmes titres qui serait considéré comme prioritaire selon la loi désignée par la CLHTI.

IV. Conclusion

Le système de rattachement de la CLHTI est fondé sur le choix de la loi applicable opéré dans la convention de compte entre le titulaire de compte et son intermédiaire. Cette règle de conflit subjective est plutôt inattendue dans la mesure où les questions traitées par la CLHTI relèvent fondamentalement des droits réels. Ce critère de rattachement a été choisi en raison du fait qu'il permet de prendre en considération la réalité de la détention des titres sur les marchés financiers et l'extrême difficulté à situer géographiquement en pratique un compte de titres.

L'*electio juris* faite par les parties à la convention de compte a potentiellement un impact collatéral sur les tiers non parties à la convention de compte, soit principalement les créanciers. La loi choisie dans la convention de compte détermine en effet la portée des droits réels sur les titres intermédiés non seulement des parties à la convention de compte mais également des tiers. Les droits réels des tiers se trouvent ainsi régis par la loi choisie dans un contrat auquel ils ne sont pas parties et sur lequel ils n'ont pas de maîtrise directe.

La CLHTI reconnaît la nécessité de protéger la situation juridique des tiers et prévoit ainsi des règles permettant de garantir leurs droits, en particulier après l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité. Le principe de base retenu est que la CLHTI n'a pas d'incidence sur le régime de l'insolvabilité en vigueur dans les Etats. Ce principe est complété par une règle permettant de délimiter précisément les champs d'application respectifs de la loi désignée par la CLHTI et de la loi de l'insolvabilité: la première détermine si un droit acquis sur des titres intermédiés avant l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité remplit toutes les conditions d'opposabilité, alors que la seconde détermine les effets du droit ainsi acquis dans la procédure d'insolvabilité. Les droits d'un créancier gagiste acquis conformément à la loi désignée par la CLHTI seront par conséquent reconnus dans le cadre d'une

procédure d'insolvabilité. Il se peut toutefois que ces droits ne puissent plus être exercés après l'ouverture d'une telle procédure à cause des règles de l'insolvabilité applicables.

⁴⁷ Le projet d'art. 31 LTI (*supra* note 18) prévoit la possibilité pour le bénéficiaire d'une sûreté sur des titres intermédiés de les réaliser aux conditions stipulées dans le contrat constitutif de la sûreté pour se désintéresser (par une vente ou une appropriation des titres). Cette faculté devrait subsister même après l'ouverture d'une procédure d'exécution forcée contre le débiteur selon l'art. 2 de ce projet de disposition.

Publications de l'Institut suisse de droit comparé
Veröffentlichungen des Schweizerischen Instituts für Rechtsvergleichung
Pubblicazioni dell'Istituto svizzero di diritto comparato
Publications of the Swiss Institute of Comparative Law

55

**La loi applicable aux titres intermédiés:
La Convention de La Haye du 5 juillet 2006
Une opportunité pour la place financière suisse?**

Actes de la 18^e Journée de droit international privé
du 24 mars 2006 à Lausanne

Edités par:
Andrea Bonomi, Eleanor Cashin Ritaine et Bart Volders

Schulthess § 2006