

06.089

**Message relatif
à la loi fédérale sur les titres intermédiés
et à la Convention de La Haye sur les titres intermédiés**

du 15 novembre 2006

Messieurs les Présidents,
Mesdames et Messieurs,

Par le présent message, nous vous soumettons, en vous proposant de les adopter, un projet de loi fédérale sur les titres intermédiés ainsi qu'un projet d'arrêté fédéral portant approbation de la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur les titres intermédiés.

Nous vous prions d'agréer, Messieurs les Présidents, Mesdames et Messieurs, l'assurance de notre haute considération.

15 novembre 2006

Au nom du Conseil fédéral suisse:

Le président de la Confédération, Moritz Leuenberger
La chancelière de la Confédération, Annemarie Huber-Hotz

Condensé

Dans le droit suisse, un papier-valeur est un titre auquel un droit est incorporé d'une manière telle qu'il soit impossible de faire valoir ce droit ou de le transférer indépendamment du titre. Il s'ensuit, d'une part, que celui qui possède le titre peut se prévaloir du droit incorporé et, d'autre part, que le transfert du droit incorporé nécessite le transfert de la possession du titre.

De nos jours, les investisseurs qui conservent eux-mêmes des titres du marché des capitaux représentent une minorité. L'usage est aujourd'hui de confier la détention des papiers-valeurs aux banques ou à d'autres intermédiaires financiers. Dans ce système dit de «détention intermédiée», les droits des investisseurs sont attestés par la bonification des titres sur leurs comptes de titres. Le transfert des papiers-valeurs se fait par passation d'écritures entre les comptes de dépôt. Les titres physiques, pour autant qu'il y en ait encore, sont immobilisés chez un dépositaire central; ils ne servent donc ni à faire valoir les droits des investisseurs, ni à les transférer. Pour immobiliser les titres, soit l'investisseur les remet à un dépositaire afin qu'il les conserve dans un dépôt collectif, soit l'émetteur n'émet que des certificats globaux en lieu et place de titres individuels. Actuellement, de plus en plus d'émetteurs renoncent même totalement à l'émission de titres physiques, c'est-à-dire sous forme papier, et n'émettent plus en lieu et place que des droits-valeurs (parfois aussi appelés titres dématérialisés).

Les bases juridiques n'ont pas évolué aussi vite que les techniques et les systèmes de détention intermédiée. Le droit suisse règle actuellement cette pratique en se référant au droit ordinaire – droits réels, droit des obligations et de la faillite. La mise en dépôt collectif et l'émission de certificats globaux sont déjà en porte-à-faux avec les fondements du droit des papiers-valeurs. Il est donc évident que le concept de droit-valeur, qui fait totalement abstraction de l'élément d'incorporation, ne peut être réglé avec satisfaction en vertu du droit actuel. La sécurité juridique n'est plus garantie.

Le présent projet de loi fédérale sur les titres intermédiés crée des bases juridiques transparentes et fiables pour la détention intermédiée des papiers-valeurs. Il consacre un nouveau bien juridique patrimonial: les titres intermédiés. Les titres intermédiés présentent à la fois certaines caractéristiques des créances et des choses. Ils ont toutes les caractéristiques fonctionnelles d'un papier-valeur sans être une chose au sens du droit privé suisse. Un régime juridique unique s'applique ainsi à tous les titres intermédiés, que l'actif sous-jacent soit un papier-valeur, un certificat global ou un droit-valeur. Selon ce projet, la création du titre intermédié, son transfert et la constitution de droits limités sur ce titre reposent sur des inscriptions en compte de titres ayant un effet constitutif.

*La détention intermédiée a également des conséquences non négligeables dans le droit international privé. La règle de la *lex rei sitae*, qui veut que les droits réels sur une chose obéissent au droit de l'Etat dans lequel elle se trouve, ne peut pas s'appliquer en l'espèce. L'actuelle loi fédérale sur le droit international privé (LDIP) oblige en outre à établir une différence entre les formes de détention inter-*

médiée qui ressortissent au droit des obligations et celles qui ressortissent aux droits réels. Mais vu les rapports complexes et parfois obscurs entre le droit des obligations national et le droit étranger, cette différenciation est pratiquement une mission impossible, qui ne livre pas toujours des résultats clairs.

*Dans ces circonstances, le présent message propose de ratifier rapidement la Convention de La Haye du 5 juillet 2006 sur les titres intermédiaires (CLHTI), qui écarte la règle de la *lex rei sitae* en soumettant les actes de disposition sur les titres détenus par un intermédiaire au droit applicable au for de l'intermédiaire pertinent. Ce faisant, une élection de droit par les parties est prise en compte. La CLHTI n'est cependant pas encore entrée en vigueur sur le plan international, raison pour laquelle il est proposé de compléter la LDIP par une disposition qui rendra la CLHTI applicable aux droits sur les titres intermédiaires et à leur transfert. En vertu de cette disposition, la CLHTI a valeur de droit autonome jusqu'à son entrée en vigueur dans le droit international. La LDIP est également complétée par quelques dispositions concernant les définitions, le for et la reconnaissance.*

Table des matières

Condensé	8818
1 Partie générale	8823
1.1 Situation actuelle	8823
1.1.1 La détention intermédiée des titres	8823
1.1.2 L'immobilisation et la dématérialisation des papiers-valeurs	8825
1.1.3 Appels à une réforme du droit des papiers-valeurs	8826
1.2 La détention intermédiée dans le droit suisse actuel	8828
1.2.1 Aperçu	8828
1.2.2 Le dépôt collectif	8828
1.2.3 Le certificat global	8829
1.2.4 Le droit-valeur	8830
1.2.5 Le sort des papiers-valeurs en cas de faillite du dépositaire	8830
1.2.6 Droit international privé	8831
1.2.6.1 Qualification	8831
1.2.6.2 Titres en dépôt collectif et certificats globaux	8832
1.2.6.3 Droits-valeurs	8832
1.2.7 Lacunes du droit en vigueur	8833
1.2.7.1 Droit matériel	8833
1.2.7.2 Droit international privé	8834
1.3 Développements dans le droit privé étranger et uniforme	8835
1.3.1 Droit étranger	8835
1.3.2 Initiatives internationales et régionales	8836
1.3.2.1 Convention Unidroit sur les titres	8836
1.3.2.2 Union européenne	8837
1.3.2.2.1 Projet Sécurité juridique	8837
1.3.2.2.2 Directive européenne sur le caractère définitif du règlement	8838
1.3.2.2.3 Directive européenne sur les contrats de garantie financière	8838
1.4 Résultats de la procédure préliminaire	8839
1.4.1 Travaux préliminaires	8839
1.4.2 Consultation	8840
2 Partie spéciale	8841
2.1 Loi sur les titres intermédiés	8841
2.1.1 Grandes lignes du projet de loi	8841
2.1.1.1 Les titres intermédiés comme bien sui generis	8841
2.1.1.2 Champ d'application limité de la LTI	8841
2.1.1.3 Détention auprès d'un sous-dépositaire	8842
2.1.1.4 Droits résultant des titres intermédiés	8842
2.1.1.5 Actes de disposition sur les titres intermédiés	8843
2.1.1.6 Responsabilité des dépositaires	8843
2.1.2 Chapitre 1 But, champ d'application et définitions	8843
2.1.3 Chapitre 2 Création, conversion et extinction de titres intermédiés	8849

2.1.4	Chapitre 3 Détention de titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire	8852
2.1.4.1	Aperçu	8852
2.1.5	Chapitre 4 Droits résultant des titres intermédiés	8858
2.1.5.1	Vue d'ensemble	8858
2.1.5.2	Section 1 Droits du titulaire d'un compte	8858
2.1.5.3	Section 2 Droits du titulaire d'un compte lors de la liquidation d'un dépositaire	8861
2.1.5.4	Section 3 Droits du dépositaire sur les titres intermédiés	8865
2.1.6	Chapitre 5 Actes de disposition sur les titres intermédiés et effets à l'égard des tiers	8867
2.1.6.1	Section 1 Actes de disposition	8867
2.1.6.2	Section 2 Extourne	8871
2.1.6.3	Section 3 Effet à l'égard des tiers	8875
2.1.7	Chapitre 6 Réalisation de sûretés	8879
2.1.7.1	Vue d'ensemble	8879
2.1.8	Chapitre 7 Responsabilité du dépositaire	8881
2.1.9	Chapitre 8 Dispositions finales	8883
2.1.10	Modification du droit en vigueur	8885
2.2	Convention de La Haye sur les titres intermédiés	8894
2.2.1	Principes directeurs du projet	8894
2.2.1.1	Etat des lieux	8894
2.2.1.2	Compatibilité de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés avec le système du droit international privé suisse	8896
2.2.1.3	Etat des ratifications	8896
2.2.1.4	Situation au sein de l'UE	8896
2.2.1.5	Adoption de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés en tant que droit autonome	8898
2.2.1.5.1	Alternatives	8898
2.2.1.5.2	Intégration dans la LDIP	8898
2.2.2	Les grandes lignes de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés	8900
2.2.2.1	Détermination de la loi applicable	8902
2.2.2.2	Dispositions finales	8907
2.2.3	Commentaire des modifications législatives proposées	8907
2.2.3.1	La notion de titres intermédiés (nouvel art. 108a LDIP)	8907
2.2.3.2	Le droit applicable aux titres intermédiés (nouvel art. 108c LDIP)	8908
2.2.3.3	Les règles de compétence (nouveaux art. 108b et 108d LDIP)	8909
3	Conséquences	8910
3.1	Conséquences pour les finances et le personnel	8910
3.2	Conséquences dans le secteur informatique	8910
3.3	Conséquences économiques	8910
3.3.1	Loi fédérale sur les titres intermédiés	8910
3.3.2	Convention de La Haye sur les titres intermédiés	8911

3.4 Programme de législature	8911
3.5 Rapports avec le droit européen	8911
3.6 Bases juridiques	8911
3.6.1 Constitutionnalité	8911
3.6.2 Délégation de compétences législatives	8912
Bibliographie	8913
Documents	8917
Loi fédérale sur les titres intermédiés (<i>Projet</i>)	8919
Arrêté fédéral portant approbation et mise en œuvre de la Convention du 5 juillet 2006 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire (<i>Projet</i>)	8937
Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire	8939

Message

1 Partie générale

1.1 Situation actuelle

1.1.1 La détention intermédiée des titres

Le droit des obligations définit comme papiers-valeurs tous les titres auxquels un droit est incorporé d'une manière telle qu'il soit impossible de faire valoir ce droit ou de le transférer indépendamment du titre.¹ Il s'ensuit que le titre a une fonction de légitimation car celui qui le possède peut se prévaloir du droit incorporé. Il a aussi une fonction de transmission de droits puisque le transfert du droit incorporé nécessite le transfert de la possession du titre. Enfin, il a une fonction de sécurité des transactions en tant que la possession du titre protège l'acquéreur de bonne foi. Ce lien entre le droit et le titre est un aspect fondamental du droit suisse des papiers-valeurs.² Par le passé, il a facilité la mobilisation des créances et d'autres droits, mais avec la diffusion en masse des papiers-valeurs, cette caractéristique est peu à peu devenue un obstacle aux transactions. En effet, plus le nombre de titres augmente, plus la sécurité de leur conservation est problématique et plus les transports nécessaires lors de chaque transfert de propriété deviennent laborieux. Il faut donc rationaliser la gestion et le commerce des papiers-valeurs.³

Par ailleurs, cette notion de «droit incorporé»⁴ est aujourd'hui obsolète pour les titres des marchés de l'argent et des capitaux, dans leur fonction de vecteurs de placement. Dans la plupart des cas, ces papiers-valeurs ne sont plus détenus personnellement par les investisseurs mais par des dépositaires qui en assurent aussi l'administration. La possession du titre n'est alors plus requise, ni pour faire valoir le droit incorporé, ni pour le transférer. Ce mode de conservation des titres par un intermédiaire, que l'on appelle aussi «détention intermédiée», est un système complexe à plusieurs niveaux que l'on peut comparer à une pyramide.⁵ Le premier étage de cette structure est représenté par tous les investisseurs qui ont déposé leurs papiers-valeurs chez un dépositaire (une banque ou un négociant en valeurs mobilières). Les dépositaires, qui constituent le deuxième étage de la pyramide, sont eux-mêmes affiliés à un dépositaire central qui conserve les papiers-valeurs sous leur forme «physique». Ce dépositaire central est au sommet de la pyramide.

Dans le plus simple des cas, cette pyramide comporte donc trois étages (investisseur – dépositaire – dépositaire central). D'autres dépositaires s'interposent parfois entre le dépositaire qui tient le compte de titres de l'investisseur et le dépositaire central, surtout dans le cadre des transactions transfrontalières où il peut y avoir un ou plusieurs sous-dépositaires ou dépositaires centraux internationaux. Dans ce cas de figure, la pyramide peut comporter quatre ou cinq étages, voire plus.

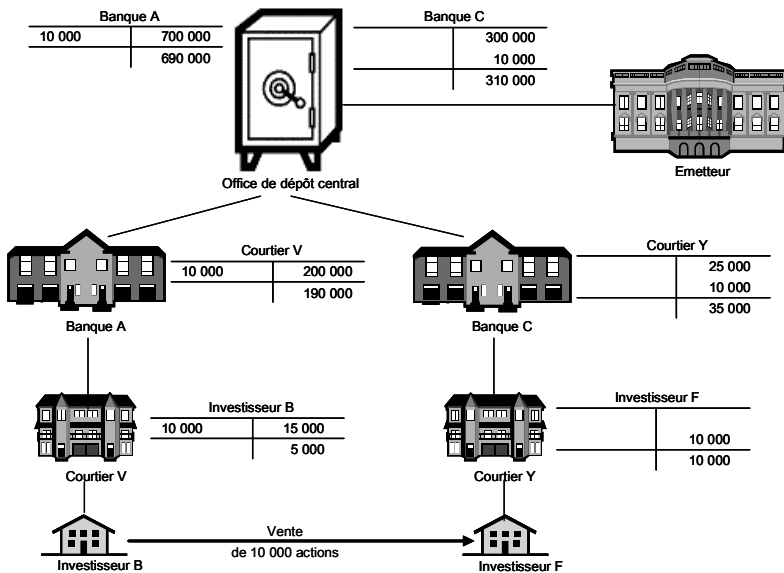
1 Art. 965 CO.

2 Voir Zobl/Lambert, 131 ss; Meier-Hayoz, 388 ss.

3 Meier-Hayoz, 391.

4 Meier-Hayoz, 389.

5 Voir l'illustration dans Bernasconi, 12 ss.



Dans ce modèle de clearing dématérialisé, le droit de l'investisseur à un certain nombre de titres ressort exclusivement d'une bonification sur le compte de titres (parfois appelé compte de dépôt ou simplement dépôt) que le dépositaire tient à son nom. Les portefeuilles des dépositaires affiliés à un dépositaire central sont eux-mêmes attestés par des bonifications sur des comptes de titres gérés par le dépositaire central. Dans la majeure partie des cas, les comptes de titres des deuxième et troisième étages sont des comptes collectifs qui regroupent l'ensemble des positions des investisseurs entretenant une relation d'affaires avec le dépositaire. Les droits d'un investisseur sont transférés par le débit des papiers-valeurs aliénés de son compte de titres suivi de leur bonification sur le compte de titres de l'acquéreur. Si l'aliénateur et l'acquéreur d'un papier-valeur sont clients du même dépositaire, le processus de transfert se limite au débit du compte de l'aliénateur et à la bonification du compte de l'acquéreur. Mais si les parties sont clientes de dépositaires différents, le processus de transfert peut impliquer un grand nombre d'écritures comptables auprès de deux ou trois dépositaires, sous-dépositaires et dépositaires centraux, voire plus.

Les systèmes de détention intermédiée des titres revêtent une importance capitale pour toutes les économies développées, car des patrimoines considérables sont détenus sous cette forme. Des titres d'une valeur totale de 4334 milliards de francs ont par exemple été recensés dans les comptes de titres des banques suisses à la fin de 2005,⁶ soit un multiple du produit intérieur brut de la Suisse.⁷ Il faut y ajouter les positions des banques pour le négoce, qui représentent environ 400 milliards de

⁶ Voir Banque nationale suisse, Stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, Bulletin mensuel de statistiques économiques Mars 2006, tableau D51, p. 40 s.

⁷ Voir Banque nationale suisse, Produit intérieur brut selon son affectation, Bulletin mensuel de statistiques économiques Mars 2006, tableau P1, 110 s.

francs.⁸ Même si ces statistiques ne disent rien sur les modalités de conservation des titres, on peut estimer que la plus grande partie de ces comptes et de ces portefeuilles de négoce sont gérés par le biais de systèmes de détention intermédiée. Les professionnels confirment d'ailleurs que les investisseurs souhaitant conserver leurs papiers-valeurs à la maison ou dans un dépôt fermé à la banque se font de plus en plus rares. Il semblerait que la part des titres détenus à domicile représente aujourd'hui moins de 1 % de l'actionnariat des sociétés cotées en bourse.⁹

Il faut aussi relever que le secteur est caractérisé par une très forte internationalisation. Fin 2005, pratiquement 60 % des titres conservés dans les comptes tenus par les banques suisses, soit 1777 sur 2557 milliards de francs, appartenaient à des titulaires étrangers.¹⁰ Plus de 60 % des titres en comptes auprès des banques suisses provenaient en outre d'émetteurs étrangers et il est hautement probable que ces titres soient aussi conservés en grande partie à l'étranger.¹¹ Il faut en conclure qu'en Suisse, la détention transfrontalière des titres n'est pas l'exception mais la règle.

D'un point de vue économique, la détention intermédiée offre de nombreux avantages. Elle génère tout d'abord des gains de productivité considérables. Elle constituait d'ailleurs la condition nécessaire à la mise en place des systèmes de décompte et de règlement des transactions sur titres, grâce auxquels les flux de paiement et de titres ont pu être automatisés dans une large mesure. Ces systèmes sont des piliers de l'infrastructure des marchés financiers, sans lesquels les volumes de transactions actuels ne pourraient en aucun cas être maîtrisés à un coût raisonnable. La détention intermédiée des titres réduit aussi sensiblement les risques de vol, de perte ou de falsification, qui sont inhérents aux transactions sur les titres physiques. Ce sont des avantages de poids si l'on considère la place des titres sur le marché financier et dans l'économie. Enfin, l'efficacité et la sécurité des dispositifs mis en place pour conserver les titres et pour régler les transactions sur titres sont primordiales pour la stabilité du système financier.

1.1.2 L'immobilisation et la dématérialisation des papiers-valeurs

La mise en place d'un système de détention intermédiée n'est possible que si les papiers-valeurs sont répertoriés et immobilisés dans le système. Le droit actuel prévoit différentes techniques à cette fin: la mise en *dépôt collectif* des titres chez un dépositaire, la substitution des titres individuels par un *certificat global* et la dématérialisation totale du titre par l'émission d'un *droit-valeur*.¹² Dans le dernier cas, l'émetteur renonce pratiquement à «incorporer» le droit dans un titre.

Un *dépôt collectif* est un dépôt ouvert dans lequel tous les titres de même nature appartenant à divers déposants sont conservés ensemble. Lorsque la banque conserve elle-même les papiers-valeurs pour le compte de ses clients, on parle de «dépôt collectif interne». Mais dans la plupart des cas, les titres sont aujourd'hui

⁸ Voir Banque nationale suisse, Les banques suisses 2004, Titres, tableau 15, colonne 23.

⁹ Praxiskommentar SWX, art. 22 Règlement de cotation, ch. 6.

¹⁰ Voir Banque nationale suisse, Stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, Bulletin mensuel de statistiques économiques Mars 2006, tableau D51, 40.

¹¹ Ibid. tableau D52a, version en ligne.

¹² Voir Zobl/Lambert, 118 ss; Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, et Boemle/Gsell, 518, 932, 1112.

conservés auprès d'un dépositaire central. En Suisse, la détention centralisée des titres est confiée à la société SIS SegalInterSettle AG (SIS; anciennement Société suisse pour le virement de titres SA, SEGA).

Un *certificat global* est un papier-valeur qui représente un certain nombre de titres d'une émission particulière ou la totalité d'une émission.¹³ La Bourse suisse SWX Swiss Exchange connaît des certificats globaux techniques et des certificats globaux durables. Avec un certificat global technique, l'investisseur a le droit absolu d'exiger l'impression et la livraison de titres individuels. En revanche, le certificat global durable, qui a été introduit en 1997, incorpore tous les droits négociables propres à l'émission qu'il matérialise. Dans ce cas, seul le chef de file ou l'émetteur a le droit d'exiger l'impression et la livraison de titres individuels.¹⁴ Aujourd'hui, les émetteurs recourent surtout aux certificats globaux pour les emprunts obligataires, les actions au porteur et les instruments dérivés titrisés (warrants).

Dans le dépôt collectif et dans le certificat global, il subsiste encore des titres physiques. Le concept de *droit-valeur* franchit un pas supplémentaire en supprimant entièrement l'élément «d'incorporation». Ainsi, les droits-valeurs sont des droits non incorporés ayant la même fonction que les papiers-valeurs standardisés et fongibles émis en grand nombre.¹⁵ En Suisse, les actions nominatives de la plupart des sociétés ouvertes au public revêtent aujourd'hui la forme de droits-valeurs. Il existe deux modèles: celui de l'*impression différée*, où les actions ou les certificats d'actions ne sont imprimés que sur requête de l'actionnaire; les autres actions nominatives subsistent cependant en qualité de droits-valeurs. L'autre modèle est celui de l'*impression supprimée*, où le droit à l'impression et à la livraison des actions est abrogé. Outre les actions nominatives, des parts de fonds de placement¹⁶ et des créances comptables à court terme sont émises sous forme de droits-valeurs.

1.1.3 Appels à une réforme du droit des papiers-valeurs

L'évolution du droit n'a pas été aussi rapide que celle des techniques mises en œuvre dans le domaine de la détention intermédiaire. L'ordre juridique suisse, à l'instar de nombreux autres, appréhende actuellement cette pratique en se référant au droit ordinaire (droit des obligations et des papiers-valeurs, droits réels). La conservation en dépôt collectif et l'émission de certificats globaux sont déjà en porte-à-faux avec les fondements du droit des papiers-valeurs, car le titre perd ses fonctions de légitimation et de transmission de droits dès l'instant où il est immobilisé. A fortiori, le concept de droit-valeur, qui fait totalement abstraction de l'élément d'incorporation, ne peut être réglé de manière satisfaisante en vertu du droit actuel.¹⁷

Ces dernières années, différents organismes ont donc appelé avec insistance à la modernisation du droit régissant la détention intermédiaire. En novembre 2001, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) institué par le Groupe

¹³ Voir Rickenbacher, 129.

¹⁴ Directive de l'instance d'admission du 14 mai 1997 concernant la matérialisation des valeurs mobilières, ch. 13, 34.

¹⁵ Art. 2, let. a, de la loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses (LBVM; RS 954.1); par analogie art. 32 de la loi fédérale du 18 mars 1994 sur les fonds de placement (LFP; RS 951.31).

¹⁶ Art. 23, al. 4, LFP.

¹⁷ Sur la nécessité d'une réforme du droit actuel, voir l'exposé détaillé sous ch. 1.2.7.

des Dix et l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV) ont par exemple émis des *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres* dans lesquelles ils préconisaient que les titres soient le plus largement possible immobilisés ou dématérialisés et transférés par passation d'écritures sur les livres des dépositaires centraux de titres.¹⁸ L'amélioration de la sécurité juridique, surtout dans le cadre du règlement des transactions internationales, occupe aussi une place centrale dans le programme d'action du Groupe des Trente, qui regroupe d'éminentes personnalités du monde de la finance. Selon ce programme, il faut réformer le droit des papiers-valeurs pour protéger les investisseurs en cas de faillite de l'intermédiaire, pour mettre en place des procédures simples et transparentes permettant de constituer et de réaliser des sûretés et enfin pour garantir l'irrévocabilité et le caractère final des actes de disposition relatifs à la détention intermédiaire des papiers-valeurs, même en cas de faillite d'un participant du système.¹⁹

Récemment, ces appels se sont traduits par de nouvelles réglementations dans toute une série d'Etats.²⁰ Sur le plan international, en décembre 2002, la Conférence de droit international privé de La Haye a conclu la Convention de La Haye sur les titres. Ce traité international unifie les règles applicables aux conflits entre les lois et détermine quel droit national régit les droits attachés aux titres intermédiaires. D'autres projets de modernisation du droit des papiers-valeurs sont actuellement en cours à l'Institut international pour l'unification du droit privé (Unidroit) à Rome, ainsi qu'au niveau de l'Union européenne.²¹

En Suisse aussi, la doctrine préconise depuis longtemps une refonte du droit des papiers-valeurs,²² mais il a d'abord fallu surmonter les réserves de l'industrie directement concernée. Celle-ci considérait en effet que le système suisse fondé sur les dispositions générales du droit des obligations, des droits réels et du droit de la faillite, complété par des avis de droit et des accords contractuels²³, fonctionnait globalement à satisfaction, et que par ailleurs aucun litige de notoriété publique n'avait remis en question cette conception. Ces dernières années, les dépositaires suisses ont pourtant eu de plus en plus de difficultés à justifier notre système, en particulier dans les transactions transfrontalières et dans les relations avec les autorités étrangères de surveillance des marchés financiers. Plus récemment, l'idée s'est donc aussi imposée chez les professionnels qu'à terme, la détention intermédiaire ne pourrait plus être régie par une législation dont les principaux fondements conceptuels remontaient à la fin du XIX^e siècle. Le débat a également progressé sous l'impulsion des travaux préparatoires de la CLHTI auxquels la Suisse a participé activement et qui ont été évoqués lors de plusieurs manifestations organisées dans le pays.²⁴

¹⁸ Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, *Recommandation 6*.

¹⁹ Groupe des Trente, 13, 16, 46, 111 ss.

²⁰ Voir ch. 1.3.1 ci-dessous.

²¹ Concernant la CLHTI, voir ch. 2.2 ci-dessous; pour le droit privé étranger et unifié, voir ch. 1.3.2 ci-dessous.

²² Voir Zobl/Lambert, 129; Druey, 69 s.; Meier-Hayoz, 398; Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 39; Nobel, 823 ss; Forstmoser/Lörtscher, 64; Forstmoser, 4; Commentaire bâlois CO II-Furter, art. 965, ch. 24. Opposé à une nouvelle législation: Kleiner, 295.

²³ Voir ch. 1.2 ci-dessous.

²⁴ Voir ch. 2.2.1 ci-dessous.

1.2 La détention intermédiée dans le droit suisse actuel

1.2.1 Aperçu

En dépit de la place considérable prise par la détention intermédiée, la législation suisse ne règle actuellement cette activité que très ponctuellement. L'on peut citer l'art. 2, let. a, LBVM, qui donne une définition légale des droits-valeurs, de même que les art. 16 et 37*d* de la loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (loi sur les banques, LB; RS 952.0), qui confèrent au déposant un droit de distraction de ses valeurs en dépôt en cas de liquidation du dépositaire. Pour le reste, la détention intermédiée ressortit principalement au droit des obligations et aux droits réels ainsi qu'à la loi fédérale du 11 avril 1889 sur la poursuite pour dettes et la faillite (LP; RS 281.1). Ce cadre légal est complété par toute une série d'avis de droit et d'accords contractuels passés entre les gestionnaires et les participants des systèmes de règlement et de décompte de titres. Pour le moment, la loi fédérale du 18 décembre 1987 sur le droit international privé (LDIP; RS 291) ne comprend aucune disposition spécifique réglant les conflits de lois en matière de détention intermédiée.

Voici, dans le détail, les règles applicables à chaque forme de détention intermédiée:

1.2.2 Le dépôt collectif

En Suisse, la conservation des titres en dépôt collectif repose sur la notion de «copropriété modifiée et labile» développée dans les années 60 par Liver²⁵. Modifiée, car la relation juridique entre les copropriétaires n'est que théorique, et labile parce que les déposants peuvent requérir la livraison de leurs titres en toutes circonstances et sans le concours des autres déposants.²⁶

Cette conception se fonde sur l'art. 484, al. 1, du code des obligations (CO; RS 220) qui n'autorise la conservation en dépôt collectif que si le déposant renonce à son droit à la spécification des valeurs déposées lors de leur conservation et de leur restitution. Cet abandon du droit est inclus dans le contrat de dépôt, qui est régi par le droit du dépôt et celui du mandat.²⁷ Dans le cadre de la détention collective des titres par un sous-dépositaire, la banque de dépôt signe un contrat de participant avec le dépositaire central, par exemple la SIS. Ce contrat est aussi de nature mixte et relève à la fois du mandat et du dépôt. Dans ce système, il n'existe aucune relation contractuelle entre le déposant client de la banque de dépôt et le dépositaire central.²⁸ A défaut d'un contrat de dépôt, la situation doit être examinée à la lumière de l'art. 727, al. 1, du code civil (CC; RS 210), selon lequel divers propriétaires dont les choses ont été mélangées ou unies deviennent copropriétaires par l'acte matériel, c'est-à-dire sans déclaration de volonté.²⁹

²⁵ Liver, avis de droit 1963 et avis de droit complémentaire 1969.

²⁶ Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 13.

²⁷ Commentaire zurichois Haab/Simonius/Scherrer/Zobl, art. 727 CC, ch. 94a; Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 14 s.

²⁸ Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 11.

²⁹ Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 14 s.

La conservation des titres dans un dépôt collectif donne naissance à une possession médiate (on indirecte, art. 920 CC). Le client qui dépose des papiers-valeurs auprès de sa banque dépositaire a la possession originaire mais il ne possède les titres qu'indirectement. Lorsque les titres sont conservés dans un dépôt collectif interne de la banque dépositaire, cette dernière en a la possession dérivée et elle les possède directement. Dans le cas d'un dépôt collectif centralisé, la banque dépositaire et le dépositaire central ont tous deux la possession dérivée des titres mais la première les possède indirectement tandis que le second les possède directement. La doctrine et la jurisprudence admettent qu'après le mélange de titres de même qualité et de même nature, les déposants deviennent copropriétaires par quotes-parts de la totalité du contenu du dépôt collectif à proportion du nombre de titre qu'ils y ont déposé.³⁰

Juridiquement, des parts de copropriété sur un stock de titres conservés dans un dépôt collectif ne peuvent être transférées que par transfert de la possession des titres (art. 967, al. 1, CO), mais dans la réalité cela se passe différemment. Le transfert de la possession intervient par délégation de possession (art. 924 CC): le possesseur originaire (indirect) notifie le possesseur dérivé (direct) que celui-ci détient désormais les titres pour une tierce personne, à qui il procure désormais la possession dérivée.³¹ Dans le modèle du dépôt collectif centralisé, l'aliénateur annonce le transfert de possession à la banque dépositaire, qui transmet l'information (de façon anonyme) au dépositaire central. Si l'acquéreur fait conserver les titres achetés par la même banque ou par le même dépositaire central que l'aliénateur, les titres physiques ne doivent pas être déplacés. Sur le plan juridique (mais pas matériel), la comptabilisation du transfert par la banque dépositaire ou par le dépositaire central a une portée purement déclaratoire car la possession est transférée par l'avis reçu par le possesseur immédiat (art. 924, al. 2, CC).

Les papiers-valeurs se prêtent à la conservation en dépôt collectif lorsqu'ils sont fongibles, ce qui est le cas des titres au porteur. D'une manière générale, les titres à ordre doivent d'abord être rendus librement transmissibles par un endossement ou une cession en blanc.³²

1.2.3 Le certificat global

Le système du certificat global se fonde lui aussi sur les droits réels puisqu'il subsiste toujours au moins un titre sous forme papier.³³ Les investisseurs sont copropriétaires des droits matérialisés par le titre à raison du nombre de droits qu'ils détiennent individuellement. Cette forme de copropriété est comparable avec la copropriété du dépôt collectif. La différence ne tient qu'à l'objet de la copropriété: dans un dépôt collectif, les investisseurs sont copropriétaires (par quotes-parts) d'une multitude de papiers-valeurs tandis qu'avec le certificat global ils sont copropriétaires d'un titre unique.³⁴ Les bases légales de cette forme de détention des titres sont également les art. 484 CO et 727 CC.³⁵ Cette conception avait été développée

³⁰ ZK-Haab/Simonius/Scherrer/Zobl, art. 727 CC, ch. 94b.

³¹ Voir Commentaire bâlois CC II-Stark, art. 924, ch. 1.

³² Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 16.

³³ Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. 26; Zobl/Lambert, 127 s.

³⁴ Zobl/Lambert, 128.

³⁵ Commentaire zurichois Haab/Simonius/Scherrer/Zobl, art. 727 CC, ch. 94d; ATF 112 II 406.

dans les années 80 dans des avis de droit de Patry³⁶ et Forstmoser³⁷. La disposition des parts de copropriété sur des titres incorporés dans un certificat global obéit aux mêmes principes que pour le dépôt collectif, autrement dit par une délégation de possession (art. 924, al. 1, CC) à la banque dépositaire et au dépositaire central.

1.2.4 Le droit-valeur

La notion de droit-valeur a été codifiée dans le droit boursier suisse à l'art. 2, let. a, LBVM, qui définit les droits-valeurs comme des droits non incorporés revêtant la même fonction que des papiers-valeurs standardisés et susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché. Cette définition légale n'a cependant aucune portée matérielle, notamment parce qu'elle ne précise pas quand des droits non incorporés revêtent la même fonction que des papiers-valeurs.

Dans la conception du droit-valeur, la dissociation entre le droit et le titre est totalement réalisée. Selon la doctrine suisse, les droits-valeurs ne relèvent plus des droits réels mais uniquement du droit des obligations. Par conséquent, leur transfert obéit aux règles de la cession de créances (art. 164 ss CO) et leur mise en gage à celles du nantissement des créances (art. 899 s. CC). Cela signifie notamment que leur transfert nécessite un contrat de cession (art. 165, al. 1, CO) et leur nantissement un acte de gage (art. 900, al. 1, CC) *stipulé par écrit* dans les deux cas.³⁸ Un courant minoritaire de la doctrine³⁹ réfute cette application du droit de la cession au motif qu'il existe un vide juridique en matière de transfert des droits-valeurs. Pour combler cette lacune, il conviendrait, disent ses tenants, d'admettre que la passation d'écriture est constitutive du transfert du droit-valeur. Bien qu'elle soit convaincante, cette opinion n'a toutefois pas réussi à s'imposer.

1.2.5 Le sort des papiers-valeurs en cas de faillite du dépositaire

L'une des conditions essentielles à la mise en place de systèmes de conservation centralisés des titres est la protection des déposants en cas de faillite de la banque dépositaire ou du dépositaire central. La doctrine est unanime⁴⁰ sur la qualité de propriétaire du déposant à l'égard des papiers-valeurs conservés en dépôt collectif ou consignés dans un certificat global. Celui-ci peut donc requérir la distraction de ses titres en cas de faillite de la banque dépositaire ou du dépositaire centralisé, en application de l'art. 242 LP. Outre leur droit à la restitution des titres en vertu des droits réels, les déposants peuvent exiger la livraison de leurs papiers-valeurs à n'importe quel instant en se fondant sur le contrat de dépôt conclu avec la banque dépositaire et en invoquant les art. 475, al. 1, et 484, al. 2, CO qui sont applicables en l'espèce. Le même principe vaut dans les rapports entre la banque dépositaire et le dépositaire central, qui sont aussi régis par le droit du dépôt.

³⁶ Patry, avis de droit avril 1985 et avis de droit complémentaire août 1985.

³⁷ Forstmoser, avis de droit 1986.

³⁸ Voir Forstmoser/Lörtscher, 51 s.; Zobl/Lambert, 129; Meier-Hayoz/von der Crone, § 25 ch. 35.

³⁹ Voir Brunner, 204 ss.

⁴⁰ Voir ch. 1.2.2 et 1.2.3.

La protection des investisseurs en cas de faillite du dépositaire s'est sensiblement améliorée grâce à la révision des art. 16 et 37b LB de 1994 (le second ayant encore été modifié par la révision partielle de la LB du 3 octobre 2003 relative à l'assainissement et à la liquidation des banques ainsi qu'à la protection des déposants; aujourd'hui art. 37d LB). Selon l'actuel art. 37d, al. 1, LB, en cas de faillite d'une banque dépositaire, les valeurs déposées ne sont pas incluses dans la masse en liquidation mais elles en sont distraites au bénéfice des déposants, sous réserve des droits de la banque à leur encontre. Au sens de l'art. 16 LB, les valeurs déposées comprennent notamment les titres déposés par les clients, lesquels incluent aussi les droits-valeurs en vertu de l'art. 2, let. a, LBVM. Si la banque en faillite est elle-même dépositaire auprès d'un tiers, par exemple la SIS, les valeurs déposées sont présumées être celles de ses clients (déposants) et elles sont également distraites de la masse de la faillite (art. 37d, al. 2, LB). Sur le plan matériel, les art. 16 et 37d LB supposent l'existence d'un contrat de dépôt entre la banque et le client, dont l'objet est la conservation par la banque des valeurs déposées.⁴¹

L'art. 37d LB permet aussi de distraire les valeurs que la banque en faillite détient à titre fiduciaire pour le compte d'un client. Contrairement à ce que prévoit l'art. 401 CO, cette règle est valable, que la banque ait reçu les valeurs des mains du fiduciaire ou des mains d'un tiers pour le compte du client. La distraction des valeurs déposées se fait alors d'office, ce qui n'est pas le cas pour la distraction fondée sur l'art. 242 LP.⁴² L'art. 16 LFP prévoit une réglementation comparable pour les avoirs de la direction du fonds: en cas de faillite du dépositaire, ceux-ci sont en effet distraits d'office de la masse au bénéfice des investisseurs.

Pendant longtemps, le champ d'application personnel des art. 16 et 37d LB a restreint le droit des investisseurs à la distraction des valeurs déposées, ces dispositions ne s'appliquant en effet qu'aux banques au sens de la LB.⁴³ Mais la révision partielle de la LB de 2003 l'a étendu aux valeurs détenues par les négociants en valeurs mobilières (voir art. 36a LBVM).

1.2.6 Droit international privé

1.2.6.1 Qualification

La LDIP ne connaît pas non plus de règle de conflit de lois spéciale pour les titres détenus auprès d'un intermédiaire. Leur qualification comme ressortissant aux droits réels ou au droit des obligations est donc ici aussi déterminante.⁴⁴ La question de savoir selon quel droit la nature juridique du droit de l'investisseur doit être déterminée est controversée au sein de la doctrine suisse. La jurisprudence du Tribunal fédéral se réfère à la *lex fori*.⁴⁵ A l'opposé, l'opinion qui prédomine actuellement au sein de la doctrine se prononce en faveur du droit et des usages commerciaux en

⁴¹ Voir à ce sujet Bertschinger, 426 ss.

⁴² Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 37b LB, ch. 7 ss; Commentaire bâlois LB Hess, art. 37d, ch. 2 ss.

⁴³ Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 16 LB, ch. 1.

⁴⁴ Pour le DIP des titres intermédiés du point de vue suisse, voir Girsberger/Guillaume, 15 ss; Zobl, 105 ss; ChF- Zobl, Syst. Teil n° 940 ss.

⁴⁵ ATF 59 II 399.

vigueur au lieu d'émission du certificat ou du droit-valeur,⁴⁶ tandis qu'une opinion plus récente, qui opte pour l'ordre juridique applicable au droit sous-jacent, est en train de s'imposer.⁴⁷ Selon elle, l'appréciation de la nature juridique des droits sociaux serait alors régie par le droit applicable à la société,⁴⁸ tandis que de l'existence d'un droit de gage ou de propriété relèverait du droit applicable au papier-valeur.⁴⁹

1.2.6.2 Titres en dépôt collectif et certificats globaux

Comme en cas de dépôt collectif de titres ou en présence d'un certificat global, le droit de la plupart des pays accorde aux investisseurs un droit de nature réelle, le droit applicable au transfert étant déterminé par l'art. 100, al. 1, LDIP. Selon cette disposition, le droit applicable est celui de l'Etat dans lequel les titres sont déposés au moment de l'acquisition ou de la perte du droit sur le titre (*lex chartae sitae*). Le lieu où le dépositaire central dépose ou fait déposer les titres est donc déterminant. Une élection de droit n'est possible que dans le cadre restreint de l'art. 104 LDIP et ne peut être opposée aux tiers.

En ce qui concerne le droit de gage lié aux papiers-valeurs, l'art. 105 LDIP prévoit des règles de rattachement spéciales. Le droit choisi par les parties au contrat de gage est déterminant; cette élection de droit n'est toutefois pas opposable aux tiers (art. 105, al. 1, LDIP). Comme pour la cession, il peut en résulter un régime de droits réels différent dans le rapport interne et dans le rapport externe.⁵⁰ A défaut d'élection de droit, c'est le droit de l'Etat de la résidence habituelle du créancier gagiste qui est applicable (art. 105, al. 2, LDIP). Le débiteur ne peut se voir opposer un droit autre que celui qui régit le droit mis en gage (art. 105, al. 3, LDIP).

1.2.6.3 Droits-valeurs

Etant donné que la doctrine suisse actuelle qualifie les droits-valeurs de droits de nature contractuelle, leur transfert ne se réalise pas selon les principes applicables aux droits réels mais selon les principes applicables à la cession de créances. Sur le plan international, cette situation a pour effet que l'ordre juridique applicable à la cession des droits-valeurs est déterminé d'après les règles applicables à la cession de créances (art. 145 LDIP). Le droit choisi par les parties est appliqué à l'égard des tiers, l'élection de droit n'étant toutefois pas opposable au débiteur sans son approbation. A défaut d'élection de droit, la cession est régie par le droit applicable à la créance cédée (art. 145, al. 1, LDIP).

⁴⁶ Voir à cet égard BSK CO II-Furter, art. 965, n° 26; ChF-Meier-Hayoz, Syst. Teil n° 777, 844; ChF-Zobl, Syst. Teil n° 906.

⁴⁷ Voir à cet égard Brunner, 107; BSK IPRG-von Planta, art. 155, n° 13; IPRG-Kommentar Zürich Vischer, art. 155, n° 24 s.; Zobl, 109.

⁴⁸ Voir à cet égard BSK IPRG-von Planta, art. 155, n° 13; IPRG-Kommentar Zürich Vischer, art. 155, n° 24 s.

⁴⁹ Voir à cet égard IPRG-Kommentar Zürich Heini, art. 105, n° 3.

⁵⁰ Voir à cet égard Zobl, 110 s.

Il existe également des règles spéciales pour la mise en gage. Comme la mise en gage de papiers-valeurs, celle des créances peut faire l'objet d'une éléction de droit, qui ne peut cependant pas être opposée aux tiers (art. 105, al. 1, LDIP). A défaut d'éléction de droit, le droit applicable est déterminé par l'art. 105, al. 2, LDIP. Cette disposition distingue deux types de mises en gage: le nantissement de créances, lequel est régi par le droit de l'Etat de la résidence habituelle du créancier gagiste, et la mise en gage d'autres droits, laquelle est régie par le droit applicable à ces derniers. Or, la question de savoir si les droits-valeurs doivent être qualifiés de créances ou d'autres droits au sens de l'art. 105 LDIP prête précisément à controverse. Au vu du texte de la loi et de sa systématique, la doctrine préconise de les ranger parmi les autres droits, puisqu'il ne s'agit pas d'une créance isolée mais d'une position juridique, en particulier lorsqu'il s'agit des droits sociaux d'un actionnaire. Une telle interprétation est toutefois considérée comme insatisfaisante, puisque les droits-valeurs remplissent en fin de compte la même fonction que les papiers-valeurs et qu'ils doivent dès lors être traités de la même manière dans le domaine des conflits de lois.⁵¹

1.2.7 Lacunes du droit en vigueur

1.2.7.1 Droit matériel

Acteurs de terrain et spécialistes de la doctrine s'accordent à dire que les actuelles bases de droit matériel ne suffisent pas à garantir la sécurité juridique nécessaire ni à clarifier le commerce juridique⁵², en particulier en ce qui concerne le concept des droits-valeurs. Le fait que ce dernier soit simplement reconnu par le législateur à l'art. 2, let. a, de la LBVM sans être assorti d'une réglementation matérielle laisse d'importantes questions en suspens; il n'est donc pas approprié, *de lege lata*, à remplir les fonctions centrales de l'institution juridique qu'est le papier-valeur (fonctions de légitimation, de transport et de sécurité des transactions⁵³). Il est donc plus difficile de transférer des droits-valeurs que des papiers-valeurs incorporés, puisque la doctrine dominante préconise l'application des règles relatives à la cession des créances et exige ainsi le respect de la forme écrite (art. 165, al. 1, en combinaison avec art. 11 ss CO)⁵⁴. Dans la pratique juridique suisse, le respect de l'obligation liée à la forme écrite est garanti par des procurations de cession déléguées à la société ou à la banque de dépôt ou par des cessions en blanc⁵⁵. Cette situation démontre que la forme écrite est passée au rang de formalité inutile, dont le respect entraîne des coûts importants. Quant à la légitimation nécessaire à l'exercice des droits-valeurs, elle relève également des principes du droit de la cession les plus stricts; le débiteur ne peut ensuite se libérer de ses obligations qu'en fournissant sa prestation à la personne ayant matériellement droit à la créance. A l'inverse, la clause de légitimation se rapportant aux papiers-valeurs incorporés décharge le débiteur de cette obligation de contrôle, lequel peut donc partir du principe que le

⁵¹ Voir à cet égard Zobl, 110 s.; Brunner, 108 s.; Guillaume, 258.

⁵² Voir à cet égard les auteurs cités à la note de bas de page n° 22.

⁵³ Voir à cet égard le ch. 1.1.1.

⁵⁴ Voir à cet égard le ch. 1.2.4 et ATF 122 III 361.

⁵⁵ Voir aussi la circulaire n° 7217 de l'ASB du 3 décembre 2002 (Négoce d'actions nominatives de sociétés suisses: autorisation d'inscription au registre des actions).

porteur du titre est légitimé⁵⁶. Enfin, la sécurité des transactions n'est pas garantie lors du transfert de droits-valeurs⁵⁷. En dehors des exceptions qui ne nous intéressent pas ici (art. 18, al. 2, art. 164, al. 2, CO), le droit suisse en matière de cession ne connaît en effet pas de protection de l'acquéreur de bonne foi⁵⁸.

D'un point de vue dogmatique, les bases juridiques des concepts se rapportant au dépôt collectif et aux certificats globaux sont solides; pourtant, ici aussi, la réalité des marchés de papiers-valeurs s'est avérée tout autre que celle prise en considération par le législateur, ce qui entraîne un certain nombre d'ambiguïtés et d'insécurités, par exemple en relation avec le transfert de propriété. Du point de vue légal, le transfert de propriété repose sur une délégation de possession; dans les faits, elle prend pourtant la forme d'une écriture en compte de titres. Comme la délégation de possession est une déclaration de volonté sujette à réception et qu'elle déploie ses effets dès qu'elle se trouve entre les mains du destinataire, un transfert de propriété peut avoir lieu avant sa comptabilisation. En ce qui concerne la sécurité des transactions, il n'est pas douteux que les règles sur l'acquisition de bonne foi s'appliquent aux papiers-valeurs en dépôt collectif et aux certificats globaux (art. 933 ss CC). Ces règles s'appuient cependant sur la possession de l'aliénateur non autorisé comme base de sa légitimation formelle. Cette réglementation n'est pas adaptée aux titres intermédiés ni aux rapports de possession à plusieurs niveaux qui les caractérisent. D'ailleurs, dans les faits, les papiers-valeurs en dépôt collectif et les certificats globaux ont perdu leur fonction de légitimation puisque les transactions qui s'y rapportent se produisent sans transmission des titres physiques⁵⁹.

1.2.7.2 Droit international privé

Les lacunes du droit international privé en vigueur pour les titres intermédiés sont évidentes. La différence des régimes juridiques des titres intermédiés – qualifiés de droits réels ou de droits contractuels – qui est imposée par les art. 100, 105 et 145 LDIP exige, dès lors qu'il s'agit de déterminer le droit applicable, une analyse approfondie du droit matériel des ordres juridiques qui pourraient être applicables. Pour ce faire, il faut connaître de manière approfondie et comprendre les systèmes de détention des titres suisses et étrangers ainsi que leur qualification juridique selon les critères du droit matériel suisse. Au regard de la complexité et du manque de clarté des régimes existant en droits internes suisse et étrangers, cette tâche est très difficile et ne donne pas toujours des résultats uniformes.⁶⁰ S'y ajoute le fait que le rattachement au lieu de situation du titre (*lex chartae sitae*), qui résulte d'une qualification de droit réel, fournit souvent des résultats non prévisibles. Le lieu de situation des titres intermédiés ne désigne pas toujours l'ordre juridique se trouvant dans le rapport le plus étroit avec la situation de fait.⁶¹ De plus, le lieu de situation effectif n'est souvent même pas connu des personnes impliquées dans le commerce international de titres. Elles ne peuvent donc pas non plus prévoir quel sera le droit applicable à leur transaction selon la règle de conflit traditionnelle. D'où l'impossibilité,

⁵⁶ Zobl/Lambert, 133.

⁵⁷ Voir aussi Zobl/Lambert, 133 et Meier-Hayoz, 398.

⁵⁸ Zobl/Lambert, 133.

⁵⁹ Pour l'ensemble du passage, voir Zobl/Lambert, 131, 133.

⁶⁰ Voir le détail au ch. 1.2.6.

⁶¹ Voir à cet égard Girsberger/Guillaume, 21 s.; Schefold, 470.

dans de nombreux cas, de déterminer avec la certitude nécessaire le droit applicable au négoce transfrontalier de titres détenus à plusieurs niveaux d'intermédiaires sur la base des art. 100, 105 et 145 LDIP.

1.3 Développements dans le droit privé étranger et uniforme

1.3.1 Droit étranger

A l'étranger, la dématérialisation des papiers-valeurs et la détention intermédiée des titres sont réglées dans la plupart des cas par des lois spéciales. La France a créé un système entièrement dématérialisé pour les titres du marché des capitaux il y a 20 ans.⁶² Selon le droit français, la dématérialisation est obligatoire et il n'existe aucune autre possibilité de conserver des papiers-valeurs que de les déposer auprès d'un intermédiaire financier. Les pays nordiques ont aussi opté pour un système de dématérialisation totale⁶³, dont la particularité est que les dépôts des investisseurs ne sont pas seulement identifiables à l'étage inférieur de la pyramide du système de conservation des titres, mais également auprès du dépositaire central. C'est pourquoi ce système est aussi qualifié de système de détention directe (*direct holding system*). Le Luxembourg⁶⁴ et la Belgique⁶⁵, qui l'un et l'autre abritent le siège d'un dépositaire central international⁶⁶, ont réglementé la détention intermédiée des titres dans des lois spéciales. Contrairement au droit français elles ne rendent pas obligatoire la dématérialisation des papiers-valeurs; elles définissent les rapports juridiques qui naissent du dépôt de titres auprès d'un dépositaire, les droits des déposants à l'égard des dépositaires et les droits et obligations des dépositaires.

Le modèle de réglementation le plus influent de nos jours est le 5^e chapitre de l'art. 8 du Code commercial uniforme des Etats-Unis (Uniform Commercial Code; UCC). L'UCC est une loi-type qui a été votée en 1994 et qui est aujourd'hui appliquée dans les 50 Etats de l'Union, ainsi qu'au niveau fédéral pour la conservation des bons du Trésor américain.⁶⁷ La notion clé du 5^e chapitre de l'art. 8 de l'UCC est celle de *security entitlement*⁶⁸, qui désigne le droit de l'investisseur au contenu de son compte de titres (*securities account*) auprès de l'intermédiaire qui détient ses titres (*securities intermediary*). Cette notion s'applique aussi bien aux droits de l'invest-

62 Voir art. 94-II de la loi de finance n° 81-1160 du 30.12.1981, aujourd'hui codifié sous l'art. I. 211-4 du Code Monétaire et Financier et l'art. L. 229-1 du Code de Commerce. Sur cette question de Vauplane, *passim*.

63 Suède: Financial Instruments Registration Act (1998: 1479); Finlande: Act on Book-entry System, 826/1991, et Act on Book-entry Accounts, 827/1991; Danemark: Danish Securities Trading Act (1995); Norvège: Securities Register Act (2003). Sur les systèmes nordiques, voir Affres/Wallin-Norman, *passim*.

64 Voir loi du 1^{er} août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles, Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg 31.08.2001, No. 106, 2180; LCTIF.

65 Voir arrêté royal n° 62 du 10 novembre 1967 favorisant la circulation des instruments financiers; modifié la dernière fois par la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers et coordonnée par l'arrêté royal du 27 janvier 2004 portant coordination de l'arrêté royal n° 62.

66 Clearstream et Euroclear.

67 Voir Regulations Governing Book-Entry Treasury Bonds, Notes and Bills (23 août 1996), 62 Fed. Reg. 43,626 (1996) (codifiée sous 31 C.F.R. 357.1).

68 Voir § 8-102(a)(17) UCC.

tisseur envers sa banque qu'aux droits de celle-ci envers le dépositaire central auprès duquel les papiers-valeurs sont déposés physiquement. L'art. 8 UCC s'inscrit donc en rupture avec la conception où l'investisseur a un droit réel sur un papier qu'il possède à travers une chaîne d'intermédiaires, et privilégie la description du statut juridique de l'ayant droit par un faisceau de droits envers le dépositaire.

Les négociations sur la CLHTI ont poussé un certain nombre de pays, à l'instar de la Suisse, à s'engager dans un processus de réforme du droit matériel des papiers-valeurs. En août 2004, la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada (CHLC) et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont adopté une loi uniforme sur le transfert des valeurs mobilières (LUTVM).⁶⁹ La LUTVM, qui a été conçue sur le modèle de l'art. 8 UCC, est aussi une loi-type qui est sur le point d'entrer en vigueur dans la province de l'Ontario.⁷⁰ Au Japon, une nouvelle entrée en vigueur en 2003 a permis la dématérialisation des obligations et autres titres de créance.⁷¹ Le champ d'application de cette loi a ensuite été étendu aux actions en 2004.⁷² Au Royaume-Uni, où jusqu'à présent la détention intermédiée est réglée sur la base de la *common law*, un rapport du Financial Markets Law Committee de juillet 2004 préconise aussi l'adoption d'une loi spéciale. Cette recommandation a notamment été justifiée par la nécessité de garantir la compétitivité de la place financière de Londres.⁷³

1.3.2 Initiatives internationales et régionales

1.3.2.1 Convention Unidroit sur les titres

Durant les travaux préparatoires de la CLHTI, qui se sont achevés en décembre 2002, il est rapidement apparu que les problèmes liés au clearing international des titres ne pouvaient être résolus de manière satisfaisante par la seule harmonisation des règles en matière de conflit de lois. Au cours de l'automne 2002, l'Institut international pour l'unification du droit privé (Unidroit) à Rome a donc entamé des travaux préliminaires visant à créer un instrument pour l'harmonisation des règles de droit matériel.⁷⁴ Il a constitué un comité d'étude, codirigé par le professeur Luc Thévenoz de l'Université de Genève, qui a publié un *position paper*⁷⁵ en août 2003, puis un premier avant-projet de convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire⁷⁶ en mai 2004. Un Comité d'experts gouvernementaux, sous la présidence de la Suisse, et au sein duquel sont représentés une cinquantaine de pays et d'organisations, a ensuite ouvert des négociations intergouvernementales, en mai 2004. Ces négociations menées sur la base de l'avant-projet devraient aboutir fin 2006 ou début 2007. Une conférence diplomatique pourrait ainsi adopter la Convention Unidroit sur les titres intermédiés courant 2007.

⁶⁹ Texte commenté de la LUTVM:
http://www.ulcc.ca/fr/us/uniform_securitys_transfer_act_fr.pdf.

⁷⁰ Voir la loi de 2006 sur le transfert des valeurs mobilières,
http://www.c-laws.gov.on.ca/DBLaws/Statutes/French/06s08_f.htm.

⁷¹ Voir Unidroit Position Paper, 9.

⁷² Voir Kanda, *passim*.

⁷³ Voir Financial Markets Law Committee, *Investment Securities*, 10.

⁷⁴ Voir avant-projet de convention Unidroit 2004.

⁷⁵ Voir Unidroit Position Paper.

⁷⁶ Voir avant-projet de convention Unidroit 2004.

L'avant-projet Unidroit de Convention sur les titres intermédiiés⁷⁷ veut harmoniser les dispositions essentielles du droit régissant la détention intermédiiée afin d'améliorer la sécurité juridique des systèmes de conservation des titres dans le commerce international des papiers-valeurs. Dans ce domaine, la marge de manœuvre des législateurs nationaux est réduite.⁷⁸ L'avant-projet de convention comporte aussi un chapitre facultatif sur les garanties financières, qui s'inspire largement de la directive européenne sur les contrats de garantie financière.⁷⁹ Les dispositions du projet de LTI qui vous est soumis sont pour la plupart compatibles avec cet avant-projet de convention. C'est notamment le cas pour la notion de titre intermédiié. La principale divergence réside à l'art. 24 LTI selon lequel le transfert des titres intermédiiés n'est effectif qu'au moment de la bonification, tandis que dans l'avant-projet de convention, l'aliénation est déjà accomplie par le débit des titres (art. 4, al. 3, de l'avant-projet de convention).

1.3.2.2 Union européenne

1.3.2.2.1 Projet Sécurité juridique

La sécurité juridique dans le commerce international des titres est l'une des grandes priorités du *Plan d'action pour un marché financier unique* de l'Union européenne.⁸⁰ Pour étudier cette problématique, la Commission européenne a institué un groupe d'experts présidé par Alberto Giovannini. Dans ses rapports de novembre 2001 et avril 2003, le groupe Giovannini a identifié le manque de sécurité juridique comme l'un des principaux obstacles à la création d'un marché financier unique au sein de l'Union et à la consolidation de l'infrastructure européenne de règlement des transactions sur les titres.⁸¹ Il a donc appelé de ses vœux une harmonisation des conditions juridiques cadres en matière de détention intermédiiée des titres au sein de l'UE. La Commission a pris acte de cette proposition dans une communication du 28 avril 2004⁸² et a constitué un «Groupe d'experts sur les questions de sécurité juridique liées à la compensation et au règlement-livraison».⁸³ Le mandat de ce groupe consiste à analyser le droit régissant actuellement la détention intermédiiée et à formuler des propositions d'harmonisation au niveau de la législation européenne. Le groupe d'experts doit également coordonner ses travaux avec ceux d'Unidroit.

Cette réflexion au sein de l'Union européenne s'inscrit dans le prolongement d'actes législatifs antérieurs touchant également au statut juridique des titres détenus par un intermédiaire. Il convient de citer en particulier:

⁷⁷ Avant-projet de convention Unidroit 2006.

⁷⁸ Voir ch. 2.1.5.3.

⁷⁹ Voir ch. 1.3.2.2.3.

⁸⁰ Plan d'action 1999.

⁸¹ Voir Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements, 44 ss; Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, 13 ss.

⁸² Voir Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen – Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne – Un plan pour avancer. COM (2004) 312 final (16 avril 2004).

⁸³ Voir communiqué de presse de la Commission du 1.2.2005, IP/05/123.

- la Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres (JO n° L 166 du 11.06.1998, p. 45 à 50; ci-après «directive sur le caractère définitif du règlement»);
- la Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière (JO n° L 168 du 27.06.2002, p. 43 à 50; ci-après «directive sur les contrats de garantie financière»).

1.3.2.2 Directive européenne sur le caractère définitif du règlement

La directive sur le caractère définitif du règlement vise à atténuer le risque inhérent à la participation aux systèmes de règlement des opérations sur titres, notamment en cas de faillite d'un participant. A cette fin, elle reconnaît le caractère définitif des paiements et des mandats de transfert, ainsi que des compensations même lors de la faillite de l'un des participants. Au surplus, elle protège les garanties fournies dans le cadre du système de règlement contre les conséquences d'une faillite du constituant. Elle prévoit enfin un régime de droit international privé qui soumet les garanties sur des titres au droit du lieu du dépositaire qui tient le compte de titres où ces titres sont inscrits. Les Etats membres de l'UE ont eu jusqu'au 11 décembre 1999 pour transposer cette directive.⁸⁴ La Suisse n'étant pas membre de l'Union, il va de soi que cette directive européenne n'a pas force obligatoire dans notre ordre juridique, mais certains de ses aspects ont tout de même été intégrés dans la révision de la LB sur l'insolvabilité des banques.⁸⁵ Tel est notamment le cas de l'art. 27, al. 2, LB selon lequel les ordres de paiement et les transactions sur titres ne peuvent être révoqués s'ils ont été introduits dans le système de paiement ou de règlement des opérations sur titres avant l'ouverture de la procédure de liquidation. L'art. 27, al. 3, LB garantit en outre la validité juridique des accords conclus en matière de compensation.

1.3.2.3 Directive européenne sur les contrats de garantie financière

L'Union européenne a franchi un pas supplémentaire en 2002 avec la directive sur les contrats de garantie financière, qui pose des exigences minimales en matière de droit civil et de droit de la faillite pour les garanties financières constituées entre opérateurs du marché financier. La directive oblige les Etats membres à intégrer dans leur ordre juridique des réglementations simples et efficaces en matière de constitution de garanties, que ce soit par un transfert en pleine propriété (opérations de pension, ou «repos», comprises) ou par la constitution d'un gage (art. 3, 6). Elle reconnaît la validité juridique des contrats portant sur l'utilisation des garanties (art. 5) et sur leur exécution (art. 4), et des clauses de compensation avec déchéance du terme (*close-out netting*, art. 7). Elle prévoit une protection limitée contre certaines réglementations qui s'appliquent en cas de faillite, en particulier celles qui empêchent l'exécution des garanties ou qui pourraient susciter un doute quant aux

⁸⁴ Art. 11, ch. 1, de la directive sur le caractère définitif du règlement.

⁸⁵ Voir ch. 1.2.5 ci-dessus.

effets réels de certaines techniques comme la compensation avec déchéance du terme, la constitution de garanties supplémentaires ensuite de variations de la valeur vénale de la créance garantie ou de la garantie elle-même, ou encore la substitution de la garantie (art. 8). Enfin, elle comporte une disposition sur le droit applicable aux titres détenus par des intermédiaires (art. 9).

1.4 Résultats de la procédure préliminaire

1.4.1 Travaux préliminaires

En 2001, l'Association suisse des banquiers et la SIS ont institué un groupe de travail composé de juristes spécialistes des marchés financiers. En collaboration avec le professeur Hans Caspar von der Crone de l'Université de Zurich, ce groupe de travail a rédigé un avant-projet de loi fédérale sur le dépôt et l'administration des papiers-valeurs et des droits-valeurs.⁸⁶ Cet avant-projet a été soumis au Département fédéral des finances (DFF) en janvier 2003. Celui-ci, en accord avec le Département fédéral de justice et police (DFJP), a constitué un groupe de travail technique en avril 2003⁸⁷ en lui donnant pour mandat d'approfondir cet avant-projet et d'éliminer les divergences. Le groupe de travail technique devait également s'assurer de la compatibilité de l'avant-projet avec le CLHTI et le droit suisse. L'Office fédéral de la justice est quant à lui resté compétent pour préparer la ratification de la CLHTI. Pour simplifier l'examen juridique au fond, au début de 2004 les représentants du secteur bancaire siégeant dans le groupe de travail ont constitué un groupe de contact avec l'industrie au sein duquel étaient représentées les grandes banques, les banques privées et les banques cantonales. Le groupe de travail technique a rendu son rapport en juin 2004, après onze séances.

Ce rapport a mis en évidence la nécessité d'approfondir les questions relatives au droit de l'assignation. Sur demande du DFF, la Banque nationale suisse a examiné les questions en suspens lors de plusieurs rencontres avec des spécialistes des opérations de paiement et de l'industrie concernée, ensuite de quoi elle a proposé un complément à l'art. 470 CO. Cette proposition a été intégrée dans le projet qui vous est soumis.

⁸⁶ Au sujet de l'avant-projet, voir von der Crone/Kessler/Gersbach, 135 ss.

⁸⁷ Membres du groupe de travail technique: Hans Kuhn, avocat, LL.M., directeur, Banque nationale suisse, Zurich (direction); Hans-Peter Ammann, conseiller juridique, SIS Swiss Financial Services Group AG, Olten; Matthäus Den Otter, Commission fédérale des banques, Berne; Martin Hess, avocat, cabinet Wenger Vieli Belser, Zurich; Brigitte Hofstetter, avocate, LL.M., Département fédéral des finances, Berne; Alexander Markus, avocat, chef de section à l'Office fédéral de la justice, et Samuel Baumgartner, avocat, LL.M., M.L.L., chef de section adjoint à l'Office fédéral de la justice, Berne; Christina Schmid, avocate, cheffe de l'Office fédéral chargé du droit du registre foncier et du droit foncier, Berne; professeur Luc Thévenoz, Université de Genève; PD Christoph Winzeler, avocat, Association suisse des banquiers, Bâle. Direction du secrétariat: Franziska Löw, avocate, LL.M., Banque nationale suisse, Zürich.

1.4.2

Consultation

Le rapport du groupe de travail technique a été mis en consultation auprès d'un cercle restreint de 25 personnes, associations et institutions intéressées et organisations de marché étrangères.

Quinze avis ont été émis. Tous les quinze ont accueilli favorablement l'avant-projet de loi. Tous ont souligné l'urgente nécessité d'uniformiser la législation sur la détention intermédiée des titres afin de garantir la sécurité du droit et la transparence et ont jugé que l'avant-projet constituait une base légale adéquate. L'industrie de la finance et les organisations de marché en particulier l'ont qualifié de bonne proposition reflétant en grande partie des pratiques déjà bien ancrées. La notion de titre intermédié a également reçu un soutien inconditionnel. Trois avis ont critiqué la tendance du projet à protéger unilatéralement et sans motif suffisant les intérêts des dépositaires. Quelqu'un a soulevé la question de la compatibilité du projet avec le principe de la garantie de la propriété.

Sur le fond, les critiques se sont concentrées sur les dispositions relatives à l'extourne des écritures et à la protection de l'acquéreur de bonne foi ainsi que sur la réglementation relative au rang des droits. Les règles concernant l'extourne et la protection de l'acquéreur de bonne foi ont fait l'objet d'un nouvel examen approfondi et ont été modifiées. La priorité absolue des sûretés constituées en faveur du dépositaire, qui avait aussi été contestée, a été supprimée. Les autres propositions formulées lors de la consultation ont été reprises dans la mesure du possible.

Sur les dix avis donnés sur la CLHTI, neuf ont été favorables à sa ratification. Un seul a exprimé des réticences, en particulier au sujet des notions juridiques indéterminées utilisées dans la convention.

Vu le changement d'attitude observé au sein de l'UE vis-à-vis de la CLHTI, les milieux intéressés ont été priés de prendre position une nouvelle fois sur la question de la ratification. Les participants ont relevé qu'une modernisation du droit international privé en matière de détention intermédiée était urgente pour la Suisse. Quant à la voie choisie, ils ont constaté que les règles de la CLHTI offraient une grande souplesse et une marge de manœuvre considérable aux parties, répondant dans tous les cas aux intérêts et aux besoins de la place financière suisse. A la suite de cette consultation, un groupe d'experts institué par l'Office fédéral de la justice a formulé de nouvelles dispositions à intégrer dans la LDIP.⁸⁸

⁸⁸ Membres du groupe technique d'experts DIP: professeur Daniel Girsberger, Université de Lucerne; Florence Guillaume, avocate, Zurich; Hans Kuhn, avocat, LL.M., directeur, Banque nationale suisse, Zurich; Alexander Markus, avocat, chef de section à l'Office fédéral de la justice, Berne; Danielle Gauthey, avocate, Office fédéral de la justice, Berne.

2 **Partie spéciale**

2.1 **Loi sur les titres intermédiés**

2.1.1 **Grandes lignes du projet de loi**

2.1.1.1 **Les titres intermédiés comme bien sui generis**

A la différence du droit en vigueur⁸⁹, le projet ne repose plus sur une construction faisant appel à la copropriété. La LTI crée en effet un nouveau bien *sui generis*, les titres intermédiés.⁹⁰ Selon la définition légale donnée à l'art. 3, on entend par là les créances et les droits sociaux fongibles à l'égard d'un émetteur qui sont inscrits au crédit d'un compte de titres, dont le titulaire du compte peut disposer selon les dispositions de la loi, et qui de surcroît sont opposables au dépositaire ainsi qu'à tout tiers. Un tel bien cumule certains traits d'une créance et d'une chose au sens du droit privé suisse. Comme le montrent les autres dispositions de la LTI, les titres intermédiés présentent toutes les caractéristiques fonctionnelles d'un papier-valeur, sans constituer pour autant une chose.

Les titres intermédiés sont créés dans un processus en deux étapes, à savoir le dépôt de papiers-valeurs ou de certificats globaux auprès d'un dépositaire, ou l'inscription de droits-valeurs dans le registre principal d'un dépositaire, puis leur inscription au crédit d'un compte de titres (art. 6, al. 1, LTI). De même, ils s'éteignent lorsqu'ils sont débités d'un compte de titres et que les papiers-valeurs ou les certificats globaux sous-jacents sont remis ou que les droits-valeurs sont effacés du registre principal (art. 8, al. 1, LTI).

Même si la LTI présuppose le recours aux concepts de dépôt collectif, de certificat global et de droits-valeurs, ceux-ci ne sont pas au cœur de la réglementation. Car une fois les titres intermédiés inscrits en compte de titres, il n'importe plus de savoir s'ils proviennent du dépôt d'un seul ou de plusieurs papiers-valeurs ou de l'inscription d'un droit-valeur au registre principal. En effet, la forme que revêt le sous-jacent – papier-valeur, certificat global ou droit-valeur – n'affecte ni les relations entre les investisseurs et le dépositaire ni le transfert des titres intermédiés. Aussi la LTI renonce-t-elle à codifier les concepts de dépôt collectif, de certificat global et de droits-valeurs. Ces points seront réglés aux art. 973a à 973c CO.

2.1.1.2 **Champ d'application limité de la LTI**

A la différence de certains ordres juridiques étrangers, la LTI renonce à rendre obligatoire la conservation de papiers-valeurs par un dépositaire. Ainsi les papiers-valeurs continueront à pouvoir être conservés par les investisseurs eux-mêmes, par un non-dépositaire ou encore par un dépositaire en dépôt fermé ou en dépôt collectif avec identification (architecture ouverte).

La LTI prévoit des mécanismes permettant aussi bien l'apport de papiers-valeurs dans des systèmes de conservation auprès d'intermédiaires (art. 6) que leur retrait (art. 8). Son champ d'application personnel est limité aux dépositaires (art. 2 et 4).

⁸⁹ Voir ci-dessus ch. 1.2.2 et 1.2.3.

⁹⁰ Ce concept est approuvé par les auteurs suivants: Foëx, 70 s; Eigenmann, 108 ss; Thévenoz, 703 ss. A l'audition également, le concept des titres intermédiés a obtenu un soutien illimité; voir ci-dessus ch. 1.4.2.

Autrement dit, la loi ne s'appliquera pas si les papiers-valeurs sont conservés par des personnes autres que des dépositaires. Une telle restriction se justifie par l'importance centrale de l'inscription au cours du processus de transfert. Ainsi, la LTI fait dépendre le transfert de propriété et la constitution de droits réels limités sur des titres intermédiés de leur inscription effective dans des comptes privés. Or ce n'est possible que si ces comptes offrent une réelle garantie de justesse et de fiabilité, ce qui est le cas de dépositaires réglementés et soumis à une surveillance prudentielle.

2.1.1.3 Détenion auprès d'un sous-dépositaire

Les systèmes de conservation auprès d'intermédiaires présentent d'importants avantages d'ordre économique et évitent certains risques liés à la conservation usuelle des papiers-valeurs⁹¹. Par contre, ils présentent d'autres risques spécifiques liés à l'intervention de sous-dépositaires. En particulier, il se peut que les prétentions des clients d'un dépositaire ne soient pas couvertes en tout temps par un volume équivalent de titres auprès des sous-dépositaires (risque de découvert, *shortfall risk*). La LTI astreint donc le dépositaire à détenir suffisamment de titres intermédiés pour couvrir les avoirs de ses clients. En cas de découvert, il est tenu de procéder à des achats de titres intermédiés (art. 11). Le projet prévoit en outre la possibilité, pour garantir la protection effective des avoirs des clients, qu'un dépositaire détienne ses propres titres et les titres de ses clients sur des comptes de titres séparés auprès du sous-dépositaire (art. 12).

2.1.1.4 Droits résultant des titres intermédiés

La LTI règle en détail les relations juridiques entre titulaires d'un compte et dépositaires. A ce propos, il convient de distinguer trois volets réglementaires:

- Dans les systèmes de conservation auprès d'intermédiaires, l'identité et les prétentions du titulaire d'un compte sont connues exclusivement du dépositaire qui gère le compte de titres correspondant. Par conséquent, le titulaire d'un compte ne peut exercer ses droits liés à la conservation de papiers-valeurs que vis-à-vis de son dépositaire (art. 13). De même, le créancier d'un investisseur ne peut obtenir la satisfaction de ses prétentions qu'auprès du dépositaire qui gère le compte de titres (art. 14). Des mesures coercitives (saisie, séquestre) aux niveaux supérieurs de la pyramide de détenion sont exclues. Les actes de disposition du titulaire d'un compte sur des titres intermédiés consistent en des instructions données au dépositaire (art. 15). L'instruction est un ordre que le titulaire d'un compte donne au dépositaire pour que celui-ci effectue les écritures nécessaires.
- Les titres intermédiés des titulaires d'un compte auprès d'un dépositaire sont également protégés en cas de faillite dudit dépositaire. D'où la nécessité de les distraire (art. 17 et 18). Si les avoirs de clients ne sont pas intégralement couverts, les titres détenus par le dépositaire pour son propre compte seront utilisés pour couvrir le découvert (*shortfall*). S'il demeure un découvert, les titulaires d'un compte le supporteront au prorata (art. 19).

⁹¹ Voir plus haut, ch. 1.1.3.

- La LTI règle enfin aussi les droits du dépositaire sur les titres intermédiés qu’il conserve, en particulier le droit d’utilisation (*right of use*) ainsi que le droit de rétention (art. 21 à 23).

2.1.1.5 Actes de disposition sur les titres intermédiés

Le principal volet de la LTI concerne les actes de disposition des titres intermédiés. Ceux-ci exigent en règle générale une série d’écritures auprès de divers dépositaires à divers niveaux de la pyramide de détention, ces écritures ne s’effectuant pas nécessairement de manière séquentielle. Autrement dit, une opération comptable peut être effectuée à un niveau inférieur avant qu’un transfert ait également eu lieu à un niveau supérieur.

La LTI reconnaît l’inscription au crédit du compte de titres du titulaire auprès de son dépositaire comme l’élément constitutif de l’acquisition et du transfert des titres intermédiés (art. 24). En outre, le projet prévoit des formes alternatives d’actes de disposition pour la constitution de sûretés (art. 25 et 26). Comme la bonification a un effet constitutif, la LTI doit en outre régler les conditions auxquelles une bonification ou un débit erronés peuvent être annulés suite à une instruction défectueuse (extourne, art. 27 et 28). La LTI garantit par ailleurs la protection de celui qui acquiert de bonne foi des titres intermédiés d’un aliénateur non autorisé (art. 29). Enfin, elle prévoit des règles pour la réalisation de sûretés constituées sur des titres intermédiés (art. 31 et 32).

2.1.1.6 Responsabilité des dépositaires

La LTI règle enfin certains aspects de la responsabilité du dépositaire qui sont typiques pour la conservation de papiers-valeurs auprès d’intermédiaires.

2.1.2 Chapitre 1 But, champ d’application et définitions

Art. 1 Objet et but

L’art. 1 contient l’objet de la réglementation et son but, soit les objectifs visés par la LTI. Cet article fixe d’une part le programme du législateur, et revêt d’autre part une importance normative pour l’interprétation de la loi.

Al. 1

La LTI a pour objet la conservation des papiers-valeurs et des droits-valeurs par les dépositaires ainsi que leur transfert. La loi entend créer un régime juridique uniforme, applicable à toutes les formes de dépôt auprès d’intermédiaires, qu’elles se fondent sur les droits réels ou sur le droit des obligations. En cas de vide juridique, la procédure suivante s’applique: si la LTI ne règle pas ou du moins pas intégralement une question, la solution recherchée devra correspondre à sa systématique, compte tenu du but énoncé à l’art. 1, et ne s’appuyer ni sur les droits réels inscrits dans le CC (papiers-valeurs et certificats globaux), ni sur le droit des obligations figurant dans le CO (droits-valeurs).

Al. 2

Le régime légal de la conservation des papiers-valeurs auprès d'intermédiaires sert les objectifs énumérés à l'al. 2. L'accent est mis sur la protection des droits de propriété des investisseurs. La conservation des papiers-valeurs par des dépositaires repose, comme toute forme d'intermédiation financière, sur la confiance des investisseurs. Or cette confiance dépend dans une mesure déterminante du fait que les droits de propriété soient accordés sur des biens conservés auprès d'un dépositaire. Comme la LTI décrit précisément ces droits de propriété et offre une protection efficace contre le dépositaire, en cas d'exécution forcée notamment, elle renforce la confiance placée par les investisseurs dans les systèmes de conservation des titres intermédiés. Dans ce contexte, la notion de «droit de propriété» va au-delà des droits réels visés aux art. 641 ss CC et correspond à celle qui figure à l'art. 26 de la Constitution fédérale (Cst.; RS 101). L'objet protégé par la garantie de propriété n'est pas seulement la propriété au sens des droits réels, mais bien tous les droits patrimoniaux du droit privé, y compris les droits relatifs.⁹²

Outre la protection des droits de propriété des investisseurs, l'al. 2 nomme trois objectifs généraux que la LTI contribue, soit la sécurité juridique dans les rapports internationaux, l'efficacité du déroulement des opérations sur titres et la stabilité du système financier. En Suisse, l'élément international l'emporte de beaucoup sur la part strictement indigène de la conservation de titres intermédiés. Par conséquent, la sécurité juridique dans les rapports internationaux revêt une importance considérable. La LTI y contribue, dans la mesure où diverses dispositions portent expressément sur des situations transfrontières (art. 4, al. 3, et art. 9, al. 2). Toutefois le législateur national n'a que des possibilités limitées pour garantir la sécurité juridique en pareil cas. Une réelle amélioration passe ici par l'harmonisation internationale et la modernisation des règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés, tâche qui est notamment celle de l'Institut international pour l'unification du droit privé (Unidroit). La LTI est dans une large mesure compatible avec l'actuel projet de convention.⁹³ En édictant des règles claires, elle contribue à l'efficacité du règlement des opérations sur titres. Les systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres sont aujourd'hui au cœur de l'infrastructure des marchés financiers. En renforçant la confiance des investisseurs dans la conservation des titres intermédiés et en promouvant la sécurité juridique dans les rapports internationaux ainsi que l'efficacité du règlement des systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres, la LTI contribue aussi en dernier lieu à la stabilité du système financier.

Art. 2 Champ d'application

Al. 1

L'al. 1 décrit le champ d'application personnel et matériel de la LTI. Trois notions servent à le délimiter, à savoir les *titres intermédiés*, le *dépositaire* et le *compte de titres*. En d'autres termes, la LTI ne s'applique que lorsque des titres intermédiés figurent au crédit d'un compte géré par un dépositaire. L'art. 3 indique ce que sont les titres intermédiés. La liste exhaustive des dépositaires au sens de la LTI figure à

⁹² St. Galler Kommentar Vallender, art. 26 Cst., n° 14, 18; Pra. 84 (1995) Nr. 23 = ATF 120 la 120.

⁹³ Voir plus haut, ch. 1.3.2.1.

l'art. 4. La loi ne définit toutefois pas la notion de compte de titres, compte tenu par un dépositaire au crédit ou au débit duquel des titres intermédiés peuvent être inscrits. Dans la pratique bancaire, il est souvent question de dépôt ou de compte de titres.

Il ressort *a contrario* de l'al. 1 que la conservation de papiers-valeurs directement détenus par l'investisseur n'entre pas dans le champ d'application de la loi. Tel est le cas lorsque l'investisseur conserve des papiers-valeurs à domicile ou dans un dépôt fermé. Les problèmes d'ordre juridique ou effectifs liés aux titres intermédiés ne se posent pas en pareil cas, et donc rien ne justifie que la LTI s'applique. De même, la LTI ne porte pas sur les dépôts uniques ni sur la garde individualisée des titres⁹⁴ puisque des titres intermédiés ne sont créés que lorsque des papiers-valeurs sont reçus en dépôt collectif (art. 6, al. 1, let. a). Dans le cas des dépôts individuels ou de la garde individualisée des titres, le dépositaire sépare physiquement les avoirs placés sous sa garde qui proviennent de déposants différents. Il s'ensuit que les dépôts individuels et la garde individualisée des titres relèvent de la législation sur les commandes et les contrats de dépôt.⁹⁵ Par contre, un dépositaire aura beau ne conserver des papiers-valeurs d'un genre donné que pour un seul déposant, il s'agira également d'une conservation collective s'il n'est pas prévu de séparation ou d'individualisation pour le cas où d'autres déposants lui confieraient des titres.

Enfin, la LTI ne s'applique pas non plus à la conservation de papiers-valeurs, de certificats globaux ou de droits-valeurs par l'émetteur, à moins que celui-ci ne soit un dépositaire au sens de l'art. 4. La conservation par l'émetteur est une prestation offerte par de nombreuses sociétés ayant adopté, pour leurs actions nominatives, le modèle avec impression différée ou supprimée⁹⁶; cette formule évite de fait une obligation de dépôt. Les rapports juridiques entre les investisseurs, d'une part, et l'émetteur, d'autre part, découlent de la législation sur les commandes et les contrats de dépôt, ainsi que des nouveaux art. 973a, 973b ou 973c CO (annexe de la LTI, voir ci-dessous ch. 2.1.10).

Al. 2

La LTI n'affecte pas non plus les prescriptions sur l'inscription des actions nominatives au registre des actions (art. 686 CO). Elle porte uniquement sur les conditions et les effets de l'acquisition de droits juridiques sur les titres intermédiés, et non sur les conditions auxquelles il serait possible de faire valoir vis-à-vis de la société les droits conférés par les actions nominatives. En cas d'acquisition conventionnelle d'actions nominatives liées non cotées en bourse, l'accord de la société demeure nécessaire (art. 685c, al. 1, CO). En revanche, l'acquisition d'actions nominatives liées cotées en bourse résulte de la seule bonification (art. 685f, al. 1, 1^{re} phrase, CO); pour la suppression du régime spécial en cas d'acquisition hors bourse d'actions nominatives liées cotées en bourse, voir ci-dessous ch. 2.1.10).

Art. 3 Titres intermédiés

Les prescriptions matérielles formant la LTI se rapportent à la notion centrale de titre intermédié. L'introduction de cette notion permet de réglementer de manière uniforme les droits juridiques de l'investisseur sur les papiers-valeurs conservés

⁹⁴ Voir Meier-Hayoz/von der Crone, § 25 n° 7.

⁹⁵ Meier-Hayoz/von der Crone, § 25 n° 5.

⁹⁶ Voir plus haut, ch. 1.1.2.

auprès d'intermédiaires et leur transfert, indépendamment de leur existence sous forme de nombreux papiers (papiers-valeurs) ou d'un papier unique (certificat global), ou même de leur dématérialisation complète (droits-valeurs).

Al. 1

Let. a et b

Par titres intermédiés, le législateur entend les créances et les droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur qui sont inscrits au crédit d'un compte de titres tenu par un dépositaire (let. a) et dont le titulaire d'un compte peut disposer selon les prescriptions de la LTI (let. b). L'élément essentiel de cette définition est l'inscription au crédit d'un compte de titres, qui a un effet constitutif tant pour la création de titres intermédiés (art. 6) que pour les actes de disposition portant sur eux (art. 24). La reconnaissance de cet effet constitutif revêt une importance fondamentale pour la LTI comme pour toutes les autres codifications récentes du droit des titres conservés auprès d'intermédiaires.

De l'al. 1 découle l'existence d'un lien juridique immédiat entre l'investisseur et l'émetteur (débitéur). Le droit du titulaire d'un compte ne se résume donc pas à ses prétentions face à son dépositaire, mais inclut aussi un droit direct à l'égard de l'émetteur. Le titulaire d'un compte ne peut toutefois généralement faire valoir ce dernier droit que par l'intermédiaire de son dépositaire (voir aussi l'art. 13).

Al. 2

Les titres intermédiés déploient leurs effets vis-à-vis du dépositaire et de n'importe quel tiers. Conséquence importante de cet effet réflexe à l'égard de tiers, les titres intermédiés sont soustraits à la mainmise des créanciers du dépositaire (al. 2, deuxième proposition). Il s'ensuit que les titres intermédiés sont davantage qu'une simple créance au sens du droit des dettes. Ils présentent toutes les caractéristiques d'un papier-valeur, sans avoir de dimension corporelle et être de ce fait une chose au sens du droit privé suisse. Les titres intermédiés peuvent ainsi être qualifiés de bien *sui generis*.⁹⁷ La notion de titre intermédié est à la fois plus vaste et plus étroite que celle de valeurs mobilières au sens de l'art. 2, let. a, LBVM. Elle comprend les instruments dérivés, que ceux-ci soient titrisés et donc définis comme des droits-valeurs, ou qu'ils consistent simplement en une créance au sens du droit des obligations (ce qui est régulièrement le cas des instruments dérivés OTC). En revanche, les titres intermédiés au sens de la LTI ne peuvent être que des papiers-valeurs matérialisés et conservables en dépôt collectif, des certificats globaux ou des droits-valeurs inscrits au registre d'un dépositaire principal. D'un autre côté, les titres au sens de la LBVM doivent être susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché, alors que les titres intermédiés englobent tous les titres fongibles.

Art. 4 Dépositaires

La LTI ne s'applique que lorsque les titres intermédiés figurent au crédit d'un compte géré par un *dépositaire*. L'art. 4 énumère les intermédiaires financiers admis comme dépositaires. Tous sont soumis à un régime de régulation et de surveillance prudentielle. Cette limitation tient à ce que comme la LTI confère à l'inscription dans un compte de titres une portée juridique étendue, de solides garanties s'impo-

⁹⁷ Thévenoz, 703 ss.

sent en matière de fiabilité et de tenue des comptes. Les dépositaires soumis à un régime de régulation et de surveillance remplissent de telles conditions.

Al. 1

L'activité du dépositaire entrant en ligne de compte dans le présent contexte est la tenue de comptes de titres.

Al. 2

Let. a à f

Peuvent être des dépositaires au sens de la LTI les intermédiaires financiers indigènes suivants:

- les banques au sens des art. 1 ss LB (let. a);
- les négociants au sens de l'art. 2, let. d, LBVM (let. b);
- les directions de fonds au sens des art. 27 ss de la loi fédérale du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC; RS ...), dans la mesure où elles tiennent des comptes de parts (let. c);
- les exploitants de systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres qui jouent un rôle important dans la stabilité du système financier (let. d).⁹⁸ Ainsi, seuls sont pris en compte les exploitants tenus de respecter les exigences minimales fixées par la Banque nationale suisse (art. 20, al. 2, de la loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la Banque nationale [LBN; RS 951.11]). A l'heure actuelle les deux exploitants de systèmes suisses SIS et x-clear, contrepartie centrale de la bourse virt-x, possèdent une licence bancaire et entrent ainsi dans le champ de l'al. 1, let. a. Les exploitants de systèmes de règlement des opérations sur titres revêtent toutefois une telle importance qu'ils doivent impérativement entrer dans le champ d'application de la LTI;
- la Banque nationale suisse (let. e), qui tient des comptes de titres, p. ex. dans le cadre de sa facilité pour resserrements de liquidités⁹⁹ destinée aux banques, dans sa fonction de banquier de la Confédération et pour son personnel;
- la Poste suisse (let. f), qui, sans être ni une banque ni un négociant en valeurs mobilières, tient également des comptes de titres (notamment pour les parts des fonds de placement distribués par la Poste).

Cette liste des intermédiaires financiers indigènes est exhaustive. Il s'ensuit p. ex. que ni les entreprises d'assurance au sens de la loi du 17 décembre 2004 sur la surveillance des assurances (LSA; RS 961.01), ni les caisses de pensions au sens de la loi fédérale du 5 juin 1982 sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP; RS 831.40) n'entrent dans le champ de la LTI, même si à titre

⁹⁸ A propos de la notion de système de règlement des opérations sur titres, voir l'art. 19, al. 1, de la loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la Banque nationale (LBN; RS 951.11), ainsi que l'art. 2 de l'ordonnance du 18 mars 2004 sur la Banque nationale (OBN; RS 951.131); de même le message du 26 juin 2002 concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, FF 2002 5770 ss.

⁹⁹ Voir ici le ch. 2.4.1 des directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire;
www.snb.ch/f/snb/index.html?file=recht/content_recht.html%236

exceptionnel elles gèrent des comptes de titres pour des clients. En effet, en leur qualité d'intermédiaires, les assurances et les caisses de pensions ne participent qu'exceptionnellement à des systèmes de conservation de titres intermédiés.

Al. 3

Selon la CLHTI, la LTI peut également s'appliquer le cas échéant lorsque le compte de titres est tenu par un intermédiaire financier étranger, à savoir si les parties à la convention de compte déclarent le droit suisse applicable et si le dépositaire possède un établissement en Suisse (art. 4, al. 1, CLHTI). Dans ce cas, sont également considérés comme des dépositaires tous les intermédiaires financiers étrangers qui tiennent des comptes de titres dans le cadre de leur activité professionnelle. L'intermédiaire financier étranger ne fera pas l'objet d'une surveillance prudentielle particulière, vu que dans le contexte international il est intéressant pour les investisseurs que la LTI s'applique indépendamment de la qualité de la surveillance exercée. En revanche, une surveillance prudentielle adéquate sera nécessaire pour obtenir l'autorisation légale de détenir des titres auprès d'un sous-dépositaire à l'étranger (art. 9, al. 1).

Art. 5 Définitions

L'art. 5 définit d'autres notions importantes pour la bonne compréhension de la loi.

Let. a

La notion de *sous-dépositaire* illustre les rapports complexes dans les chaînes de détention à plusieurs maillons. Pour un investisseur, un sous-dépositaire désigne tout dépositaire qui, dans la chaîne de détention, se situe à un niveau supérieur à celui de son propre dépositaire. Les art. 9 et 10 précisent les conditions auxquelles la détention auprès d'un sous-dépositaire est autorisée et les rapports juridiques qui en résultent.

Let. b

Le *titulaire d'un compte* désigne toute personne ou communauté au nom de qui un dépositaire tient un compte de titres. Le titulaire d'un compte n'est pas seulement la personne qui, en dernier lieu, détient des droits sur les titres intermédiés et que la loi qualifie d'investisseur (voir art. 1, al. 2, art. 13, al. 1, art. 22, al. 2, art. 26, al. 3, art. 27, al. 5, art. 28, al. 5 et art. 32, al. 1), mais également le dépositaire, et cela tant pour ses propres avoirs que pour ceux de ses clients.

Let. c

Par *investisseur*, on entend tout titulaire d'un compte qui n'est pas un dépositaire. Si un dépositaire détient des titres pour son propre compte, il est assimilé à un investisseur pour ces avoirs propres. Cette notion est nécessaire pour une série de dispositions ne s'appliquant pas au dépositaire tenant les comptes (voir art. 13, al. 1, art. 22, al. 2, art. 26, al. 3, art. 27, al. 5, art. 28, al. 5 et art. 32, al. 1).

Let. d

La LTI distingue les investisseurs ordinaires des investisseurs qualifiés pour diverses situations nécessitant un accord. Comme dans la loi fédérale sur les placements collectifs, on trouve parmi les investisseurs qualifiés des investisseurs institutionnels, ainsi que des corporations de droit public et des institutions de prévoyance dont

la trésorerie est gérée à titre professionnel.¹⁰⁰ Les investisseurs qualifiés, pas plus que les dépositaires, ne sont tenus de donner leur consentement sous une forme qualifiée à l'utilisation de titres intermédiés ou à la constitution de sûretés sur ceux-ci (art. 22, al. 2), pas plus qu'à la constitution de sûretés en faveur du dépositaire (art. 26, al. 3); ils peuvent également renoncer à avertir le constituant d'une sûreté de la réalisation de cell-ci (art. 32, al. 1). Enfin, les prescriptions régissant l'extourne de débits ou de bonifications sont facultatives pour les investisseurs qualifiés (art. 27, al. 5 et art. 28, al. 5).

Let. e à g

Les notions de *papiers-valeurs en dépôt collectif* (let. e), de *certificat global* (let. f) et de *droits-valeurs* (let. g) sont définies d'après les nouveaux art. 973a, 973b et 973c CO (voir annexe de la LTI, ci-dessous ch. 2.1.10).

2.1.3 Chapitre 2 Création, conversion et extinction de titres intermédiés

La LTI est conçue comme un système ouvert et transparent, au champ d'application personnel et matériel limité. Son chapitre 2 met en place l'infrastructure juridique nécessaire pour accéder au système de la conservation de papiers-valeurs auprès d'intermédiaires (art. 6) et pour en ressortir (art. 8). En outre, il prévoit la possibilité de convertir une forme de dépôt auprès d'un intermédiaire en l'une des deux autres formes (art. 7).

Art. 6 Création

Al. 1

Let. a à c

La création de titres intermédiés suppose d'abord une opération concrète, à savoir la remise physique des papiers-valeurs ou de certificats globaux au dépositaire (let. a et b). Par remise, on entend le transfert de la possession (art. 922, al. 1, CC) des documents au dépositaire. En ce qui concerne les droits-valeurs, leur inscription au registre principal d'un dépositaire remplace leur impossible remise physique (let. c). Ensuite, la création de titres intermédiés exige l'inscription des papiers-valeurs, des certificats globaux ou des droits-valeurs au crédit du compte de titres du titulaire (bonification). Ce n'est qu'à l'issue de ces deux opérations – remise ou inscription au registre principal et bonification – que les titres intermédiés voient le jour comme objets indépendants, sur lesquels les investisseurs possèdent les droits décrits au chapitre 4 et dont ils peuvent disposer selon les prescriptions figurant au chapitre 5.

Si la remise de papiers-valeurs ou de certificats globaux conduit à la création de titres intermédiés, le rapport fondé sur les droits réels du déposant sur ces documents (voir art. 973a, al. 2 et 973b, al. 2 CO nouveau) ne disparaît pas pour autant. Les investisseurs ne peuvent toutefois plus, pendant toute la durée de ce dépôt, exercer de droits résultant de la copropriété des papiers-valeurs en dépôt collectif ou du

¹⁰⁰ Voir le message du 23 septembre 2005 concernant la loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux (loi sur les placements collectifs), FF 2005 6037 s.

certificat global. En particulier, ils ne peuvent plus transférer des titres intermédiés que selon les prescriptions du chapitre 5. Par conséquent, même si l'art. 30, al. 2, indique la possibilité d'un transfert de titres intermédiés par cession (art. 164 ss CO), les droits des personnes ayant acquis ces titres selon les prescriptions de la LTI priment toujours les droits du cessionnaire. De même, les droits des titulaires d'un compte dans la liquidation du dépositaire (voir art. 17 ss) ou vis-à-vis d'une personne acquérant de bonne foi des titres intermédiés (art. 29) ne se fondent pas sur les droits réels, mais sur la LTI. Ainsi le rapport de droit réel de l'investisseur sur les papiers-valeurs ou les certificats globaux remis à un dépositaire est suspendu pendant la durée de ce dépôt. Il ne renaîtra qu'en cas de remise (art. 8).

Al. 2

Pour toute émission de droits-valeurs, un seul dépositaire tient le registre principal. Ce registre a pour fonction principale de rendre publics les titres intermédiés qui sont en circulation dans un système et qui ont été établis sous la forme de droits-valeurs. Il est vrai qu'une telle publicité n'est pas garantie pour les papiers-valeurs ou les certificats globaux. Mais l'incorporation du droit dans le titre (art. 965 CO) rend impossible la création de plus de titres intermédiés que le nombre de papiers-valeurs reçus. Les informations à enregistrer se limitent au strict nécessaire. Doivent être indiqués l'émission (p. ex. le numéro des valeurs ou le numéro ISIN) ainsi que le nombre et la valeur nominale des droits-valeurs inscrits au registre principal. Si le nombre des droits-valeurs change au cours du temps – p. ex. en cas d'augmentation d'une émission, en cas de conversion de droits-valeurs en papiers-valeurs selon l'art. 7 ou de remise de papiers-valeurs selon l'art. 8 –, cette information doit toujours être ajoutée dans le registre principal. Le droit sur les titres intermédiés n'est pas inscrit au registre principal. Il découle exclusivement des comptes de titres gérés par le dépositaire tenant un registre pour ses participants.

Le dépositaire dispose d'une grande marge de manœuvre quant à la forme de publication, l'essentiel étant que quiconque puisse accéder publiquement aux informations inscrites au registre principal sans devoir fournir la preuve d'un intérêt particulier. La publication p. ex. sur le site Internet du dépositaire suffira. De même, la forme concrète du registre principal reste ouverte; le dépositaire est libre de tenir un registre principal recensant toutes les émissions de titres intermédiés, ou de tenir séparément un registre principal pour chaque émission.

Le registre principal doit être distingué du registre que l'émetteur de droits-valeurs a l'obligation de tenir en vertu de l'art. 973c, al. 2, CO. L'inscription dans le registre de l'émetteur crée les droits-valeurs, tandis que leur inscription au registre principal du dépositaire est nécessaire pour que la LTI s'applique matériellement.

Art. 7 Conversion

Al. 1

L'émetteur peut en tout temps convertir les documents sous-jacents aux titres intermédiés d'une forme (p. ex. des papiers-valeurs) en une autre (p. ex. des certificats globaux ou des droits-valeurs) sans l'accord des titulaires d'un compte. Sont réservées les dispositions contraires des conditions d'émission ou des statuts de la société. L'émetteur supporte les frais de la conversion. Cette possibilité fait partie de l'architecture ouverte de la LTI. Il est évident qu'une dématérialisation complète des papiers-valeurs comporte des avantages en termes d'efficacité et de sécurité. Pour-

tant rien ne justifie de ne pas laisser en dernier lieu la décision concernant la forme des titres aux titulaires d'un compte ainsi qu'aux émetteurs.

Al. 2

Alors qu'en raison du coût l'émetteur privilégierait une dématérialisation, la titrisation intéresse davantage les titulaires d'un compte, notamment parce que seuls les papiers-valeurs visés à l'art. 8 peuvent être remis. Par conséquent, ils ont droit à ce que leurs titres intermédiés conservés sous la forme de droits-valeurs ou d'un certificat global soient matérialisés comme papiers-valeurs (titres individuels). Les conditions d'émission ou les statuts de la société peuvent exclure un tel droit. Les titulaires d'un compte supportent les frais d'émission des titres physiques, à moins que les conditions d'émission ou les statuts de la société ne prévoient un autre mode de répartition des coûts. Comme les systèmes de conservation auprès d'intermédiaires comportent de réels avantages en termes d'efficacité et de sécurité par rapport à d'autres systèmes de conservation, la répartition des coûts prévue par la loi a un effet qui favorise la dématérialisation des titres, ce qui devrait diminuer le volume des papiers-valeurs en circulation.

Al. 3

Les opérations de conversion dans un sens comme dans l'autre présentent le risque qu'un émetteur modifie par erreur le nombre total des créances et des droits sociaux émis. Le dépositaire chargé de la conversion des titres doit donc s'assurer que ce ne soit pas le cas.

Art. 8 Extinction

Al. 1

Let. a et b

L'architecture ouverte de la LTI exige que les titres intermédiés puissent être retirés du système pour être remis à une autre institution faisant office de dépositaire ou à un dépôt fermé auprès d'un dépositaire, ou le cas échéant pour être conservés à domicile. Les titulaires d'un compte ont ainsi le droit d'exiger en tout temps du dépositaire la remise de papiers-valeurs dont le nombre et le genre correspondent aux titres inscrits au crédit de leur compte. Il est dans la nature des choses qu'un tel droit n'apparaisse que si les papiers-valeurs correspondants sont conservés par le dépositaire (let. a) ou que si les titulaires d'un compte au sens de l'art. 7 ont droit à ce que des papiers-valeurs soient établis à partir de leurs titres (let. b). A la rigueur, le droit à la remise d'un certificat global est envisageable si le titulaire d'un compte détient juridiquement chacun des droits à la titrisation, ou s'il a droit à l'établissement de certificats globaux ponctuels. L'art. 8 s'appliquera alors tout au plus par analogie à la remise de droits-valeurs, notamment si un émetteur n'ayant pas le statut de dépositaire propose à ses actionnaires de conserver lui-même les titres émis.

Al. 2

Le titulaire d'un compte a droit à ce que lui soient remis des papiers-valeurs conformes aux usances du marché sur lequel ces titres sont négociés – tant par leur forme imprimée que par leur qualité.¹⁰¹

Al. 3

Le dépositaire est tenu de s'assurer qu'il n'y ait pas de duplication des titres. Par conséquent, leur remise ne peut intervenir que lorsque des titres intermédiés dont le nombre et le genre correspondent aux papiers-valeurs auront été débités du compte de titres correspondant. Suite au débit les titres intermédiés sont radiés, et le titulaire d'un compte jouit à nouveau sur ses papiers-valeurs des droits réels autres que ceux inscrits dans la LTI.

2.1.4 Chapitre 3 Détection de titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire et titres disponibles

2.1.4.1 Aperçu

La conservation des papiers-valeurs auprès d'intermédiaires comprend généralement au moins deux niveaux, à savoir la banque dépositaire de l'investisseur et un dépositaire central (en Suisse p. ex. la SIS). Mais dans le contexte transfrontière notamment, la chaîne de détention peut parfaitement inclure une demi-douzaine de dépositaires, l'intervention de sous-dépositaires et de dépositaires intermédiaires étant la règle et non l'exception. Bien souvent, la détention auprès d'un sous-dépositaire est même inévitable, les banques suisses de dépôt n'étant qu'exceptionnellement participantes aux dépositaires centraux auprès desquels les titres étrangers sont conservés en dernier lieu.

Il n'est pas indifférent pour l'investisseur de connaître le nombre et l'identité des dépositaires intermédiaires et des sous-dépositaires. En effet, chaque dépositaire venant s'ajouter à la chaîne de détention augmente les risques spécifiques aux titres intermédiés. Or si l'investisseur peut avoir une vue d'ensemble de ces risques en Suisse, il est plus difficile aux investisseurs, même institutionnels, de porter un jugement sûr dans un contexte transfrontière. Il faut également dire qu'en pareil cas le statut juridique de l'investisseur ne correspond généralement pas entièrement à celui qui est inscrit dans le droit suisse.

Le chapitre 3 règle les relations juridiques entre les titulaires de comptes et les dépositaires en cas de détention auprès d'un sous-dépositaire. Une telle situation se présente chaque fois qu'un tiers entre dans la chaîne de détention (à propos des sous-dépositaires, voir la définition donnée à l'art. 5, let. a). Il se peut ainsi qu'un sous-dépositaire ou un dépositaire intermédiaire apparaissent entre le dépositaire du titulaire d'un compte et le dépositaire central. Un autre cas de détention de titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire se présente lorsqu'un dépositaire confie à un autre dépositaire des papiers-valeurs ou des certificats globaux qu'il conservait

¹⁰¹ Pour les titres cotés à la Bourse suisse SWX, voir Huber/Hodel/Staub Gierow, art. 21 règlement de cotisation, note marginale 1 ss.

jusque-là physiquement lui-même, ou lorsqu'il fait tenir un registre principal par un autre dépositaire.

Art. 9 Autorisation

Al. 1

Le dépositaire est en principe (voir al. 2) habilité par la loi à détenir des titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire. La règle vaut pour les dépôts conservés tant en Suisse qu'à l'étranger. Il est vrai que la détention auprès d'un sous-dépositaire à l'étranger comporte souvent certains risques. Le régime de l'autorisation légale se justifie néanmoins, faute souvent d'alternative à la conservation à l'étranger des titres étrangers. On part ainsi du principe que quiconque acquiert des titres étrangers et les fait garder par un dépositaire en Suisse consent à ce qu'ils soient détenus auprès d'un sous-dépositaire à l'étranger.

Al. 2

Le consentement exprès du titulaire du compte est requis si le dépositaire à l'étranger n'est pas soumis à une surveillance prudentielle adéquate. Cette surveillance ne doit pas nécessairement correspondre à celle exercée par une autorité suisse, mais elle doit néanmoins porter sur la fonction d'intermédiaire dudit dépositaire à l'étranger. Ainsi une surveillance ciblée de l'exécution des prescriptions relatives à la lutte contre le blanchiment ne serait pas adéquate. Quant aux titulaires d'un compte, ils doivent expressément donner leur consentement à la détention auprès d'un sous-dépositaire. Autrement dit, il ne peut y avoir d'approbation tacite. Il n'est pas nécessaire ici d'informer les titulaires d'un compte sur les risques tant juridiques qu'opérationnels liés à la conservation à l'étranger. En effet une telle information prendrait nécessairement une forme très générale et donc peu parlante; en outre, la conservation à l'étranger se pratique depuis toujours sans que des renseignements spécifiques soient donnés à cette occasion.

Une fois remplie l'exigence de l'autorisation légale ou du consentement du titulaire d'un compte à ce que ses titres intermédiés soient détenus auprès d'un sous-dépositaire, ce dernier en assure la conservation en tant que sous-traitant indépendant et non comme auxiliaire au sens de l'art. 101 CO. Il s'agit par conséquent d'un cas de substitution autorisée (art. 33, al. 2, correspondant par analogie à l'art. 399, al. 2, CO). Inversement, si un dépositaire confie à un tiers la garde de titres intermédiés sans autorisation légale et sans le consentement du titulaire d'un compte, on a affaire à une substitution non autorisée. Il répond dans ce cas des actions du tiers comme des siennes propres (art. 33, al. 1 en relation avec l'art. 399, al. 1, CO; sur toutes ces questions, voir ci-dessous ch. 2.1.8.).

Art. 10 Effets

Al. 1

Sur le plan comptable, la détention de titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire amène le dépositaire à inscrire au crédit du compte de titres du titulaire les titres intermédiés inscrits au crédit de son propre compte de titres tenu par le sous-dépositaire. Cette bonification de titres intermédiés à divers niveaux de la pyramide de détention forme l'élément central de la conservation auprès d'intermédiaires.

Al. 2

Comme telle, la détention de titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire ne présente aucune difficulté particulière si toutes les relations entre les comptes forment une chaîne régie par le même droit; les droits dont dispose un dépositaire vis-à-vis d'un sous-dépositaire sont alors identiques aux droits accordés au titulaire d'un compte vis-à-vis du dépositaire. Or des régimes juridiques différents peuvent s'appliquer aux divers maillons d'une chaîne de détention et définir les droits des titulaires d'un compte autrement que le droit suisse, p. ex. comme des parts de copropriété dans un système de dépôt collectif ou comme de simples créances. Dans de tels cas, le dépositaire procure au titulaire de compte des droits au moins équivalents aux droits qu'il a lui-même obtenus.

Art. 11 Titres disponibles

L'une des tâches centrales d'un dépositaire est de garder en lieu sûr les avoirs qui lui ont été remis (voir art. 472, al. 1, CO). Les systèmes de détention à plusieurs niveaux impliquent également que soit garanti un mode de conservation sûr, mais cette obligation incombe en premier lieu au dépositaire central situé au bout de la chaîne de détention. Quant aux dépositaires situés aux niveaux inférieurs des pyramides de détention, ils assument en priorité d'autres obligations. En particulier, un dépositaire doit s'assurer de détenir suffisamment de titres auprès des dépositaires des étages supérieurs pour satisfaire les exigences de ses titulaires d'un compte.

Si la somme des titres des titulaires de comptes tenus par un dépositaire n'est pas intégralement couverte par les titres disponibles du dépositaire auprès de dépositaires de niveau supérieur, on parle de découvert (*shortfall*). Un découvert peut faire suite à des erreurs d'écriture ou à des problèmes opérationnels. Toutefois les découverts résultent plus souvent des cycles de règlement des opérations sur titres dictés notamment par les règles de la bourse. Ainsi la bourse suisse SWX prescrit un laps de temps de trois jours de bourse (J+3).¹⁰² Si donc un titulaire de compte acquiert des titres, ceux-ci ne seront inscrits au crédit du compte collectif de son dépositaire auprès du dépositaire de niveau supérieur (*settlement*) que trois jours après la conclusion de l'opération (*trade*). Il est vrai que dans le système appelé *contractual settlement* auxquels recourent la plupart des dépositaires suisses, l'inscription sans réserve au crédit du compte de titres du titulaire s'effectue aussitôt l'opération conclue, soit au moment J+0.¹⁰³ Une telle bonification entraîne pour le dépositaire un découvert jusqu'au *settlement*, les titres agrégés des titulaires d'un compte dépassant en valeur le dépôt collectif effectué auprès du dépositaire de niveau supérieur.¹⁰⁴

Si des découverts apparaissent dans une chaîne de détention, les titulaires d'un compte courent le risque de ne pas pouvoir disposer de leurs titres intermédiés (art. 24 ss), qui ne pourront donc pas leur être remis (art. 8). En cas de faillite du dépositaire, ils s'exposent à ce que leur droit à la distraction des titres (art. 17 s.) ne soit pas intégralement couvert. Les créances compensatoires des titulaires d'un

¹⁰² Voir Huber/Hodel/Staub Gierow, art. 25 règlement de cotisation, note marginale 6.

¹⁰³ Sur le *contractual settlement*, voir la circulaire 7215 de l'ASB du 27 novembre 2002.

¹⁰⁴ Inversement, le dépôt collectif du dépositaire de l'aliénateur dépassera en valeur les titres des investisseurs (à condition que l'opération soit portée au débit de l'aliénateur au plus tard au moment J+0).

compte en situation de découvert ne constituent par ailleurs pas des dépôts privilégiés, et ne sont donc pas couvertes par la garantie des dépôts.¹⁰⁵

Malgré ces risques, les avantages liés au *contractual settlement* l'emportent. En particulier, ce système permet de régler plus rapidement les opérations sur titres et améliore ainsi la liquidité du marché, ce qui à son tour accroît la stabilité des systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres. Il est en outre possible de contrôler les risques, p. ex. à l'aide de prescriptions en matière de fonds propres ou d'un système de limites n'autorisant les découverts qu'à concurrence d'une part déterminée de l'avoir total. Enfin, les risques courus par les titulaires d'un compte sont effectivement limités par l'art. 17, al. 1, let. c, selon lequel, en cas de faillite du dépositaire, les droits dudit dépositaire d'exiger d'autres intermédiaires la remise de titres sont distraits d'office.

Al. 1

Les découverts sont en principe à éviter. Le dépositaire est donc tenu de détenir lui-même en tout temps des titres dont le nombre et le genre correspondent au moins à la somme des titres intermédiés inscrits au crédit des comptes de titres de tous ses titulaires d'un compte. Les avoirs propres du dépositaire ne peuvent être pris en compte ici (art. 5, let. c). La somme des titres intermédiés disponibles sera par conséquent supérieure à l'avoir total des titulaires d'un compte si le dépositaire détient des titres intermédiés pour son propre compte.

Al. 2

Si la somme des titres disponibles est inférieure à la somme des titres intermédiés, il incombera au dépositaire de combler le découvert en acquérant des titres intermédiés dans cette mesure. L'al. 2 n'envisage que les suites sur le plan du droit civil de l'apparition d'un découvert en dehors d'une procédure de faillite ou de liquidation. Autrement dit, la compétence des autorités de surveillance (en particulier de la Commission fédérale des banques [CFB]) d'ordonner des mesures visant à identifier, limiter et contrôler les risques liés à un découvert demeure intacte. Enfin, si le dépositaire affichant un découvert tombe en faillite, les prétentions des titulaires d'un compte seront établies sur la base des art. 17 et 18.

Al. 3

Let. a

Sont des titres disponibles et donc imputables en premier lieu les titres intermédiés inscrits au crédit d'un compte de titres que le dépositaire détient auprès d'un sous-dépositaire. Il n'importe guère qu'il s'agisse d'un compte collectif de clients (compte *Loro*) ou d'un compte établi au nom du dépositaire (compte *Nostro*). Car à supposer que les propres titres du dépositaire et les titres de clients soient détenus sur le même compte collectif, en cas de faillite tous les titres sont présumés être ceux des clients titulaires d'un compte (art. 17, al. 2). Et si les propres titres du dépositaire et ceux des clients sont détenus sur des comptes séparés, les titres du dépositaire serviront également à combler un éventuel découvert (art. 19, al. 1).

¹⁰⁵ Voir l'art. 23, al. 2, de l'ordonnance de la Commission fédérale des banques sur la faillite bancaire (RS 952.812.32).

Let. b

En outre, sont imputables les papiers-valeurs et les certificats globaux conservés en dépôt collectif auprès du dépositaire concerné, ainsi que les droits-valeurs inscrits à son registre principal. La let. b ne joue un rôle que pour les dépositaires centraux situés au bout d'une chaîne de détention et ne détenant aucun titre auprès d'un dépositaire de niveau supérieur.

Let. c

Sont également imputables les titres intermédiés dont la remise peut être librement exigée. La let. c est conçue pour le *contractual settlement*, soit la bonification au niveau inférieur le jour même (J+0), donc avant la remise des titres au niveau supérieur. Par contre, si le dépositaire effectue ses opérations sur titres selon l'*actual settlement*, et donc si l'inscription au crédit du compte de titres du titulaire d'un compte n'intervient qu'après la remise desdits titres au niveau supérieur de détention, les let. a et b s'appliquent. Il convient de noter que les titres *disponibles*, dont le dépositaire peut librement exiger la remise en vertu de la let. c, ne recourent pas les titres *distracts* et les prétentions à leur remise fondées sur l'art. 17, al. 1, let. c. En particulier il est possible de faire valoir, pour couvrir les titres disponibles, des prétentions envers des dépositaires étrangers qui ne peuvent être distracts selon l'art. 17 (il est vrai que le droit étranger pourrait prévoir une telle possibilité). En outre, les droits à la remise de titres ne sont imputables aux fins énoncées à l'art. 11 que si le dépositaire tenu de les remettre est solvable et n'est pas en demeure. Par conséquent, ils ne peuvent être imputés que pendant le délai prescrit pour le règlement ordinaire des opérations sur titres. Les règles déterminantes sont celles du marché concerné. Ainsi la bourse suisse SWX prescrit, à l'instar de la plupart des places boursières étrangères, un laps de temps de trois jours de bourse (J+3) pour le règlement des opérations sur titres. La let. c fixe la durée maximale admise pour le règlement des titres, à savoir huit jours, ce qui correspond à la durée la plus longue ayant cours dans la pratique actuelle.¹⁰⁶ Des restrictions à la mise à disposition des titres peuvent également découler d'un droit de gage ou de rétention du dépositaire ou d'un sous-dépositaire, des conditions boursières ou encore de conventions de netting.¹⁰⁷

Art. 12 Propres titres et titres de tiers

La particularité de la conservation de papiers-valeurs auprès d'intermédiaires est qu'à un niveau de détention supérieur, les titres des participants du niveau inférieur sont regroupés dans des comptes collectifs. Beaucoup de dépositaires, à commencer par la plupart des dépositaires suisses, détiennent dans le même compte collectif, outre les titres de leurs clients (titres *loro*), leurs propres titres (titres *nostro*). Certains ordres juridiques (p. ex. celui du Luxembourg) interdisent un tel mélange au nom de la protection des investisseurs et astreignent le dépositaire à détenir ses propres titres et ceux de ses clients sur deux comptes différents (ségrégation). Mais à l'heure actuelle il n'existe pas de consensus international à ce sujet.

¹⁰⁶ Voir International Securities Services Association, Handbook, Lincolnwood Ill., 2004 (feuilles volantes).

¹⁰⁷ BSK BankG-Hess, art. 16, note marginale 41 ss.

Nous renonçons à vous proposer une disposition légale qui obligerait les dépositaires à séparer au niveau supérieur leurs propres titres de ceux de leurs clients. Une ségrégation améliorerait sans aucun doute la clarté des rapports juridiques, facilitant le contrôle des risques légaux. D'un autre côté le statut juridique des titulaires d'un compte est déjà renforcé par le fait que les comptes collectifs sont présumés ne pas appartenir au dépositaire (art. 17, al. 2) et que de surcroît même si une séparation était faite, un recours compensatoire pourrait être exercé sur les propres titres du dépositaire (art. 19, al. 1). La question de la ségrégation relève en premier lieu du droit de la surveillance, et doit donc rester ouverte dans le cadre du régime de droit privé de la LTI. Il convient en revanche de régler les conséquences de cette ségrégation lorsqu'elle existe en raison de prescriptions du droit de la surveillance, d'un accord contractuel ou des règles d'un système de compensation ou de règlement des opérations sur titres.

Al. 1

Let. a

Les conventions de compensation ou de netting visent à permettre, sous certaines conditions, la compensation de créances réciproques entre les parties. Or de telles conventions peuvent empiéter sur le droit d'un dépositaire à la remise de titres intermédiés de la part du dépositaire procédant à la compensation. D'où la diminution du nombre des titres intermédiés disponibles devant correspondre au moins à la somme des titres intermédiés inscrits comme avoirs dans les comptes de titres des titulaires (art. 11, al. 3, let. c). Les titulaires d'un compte courent dès lors un risque de découvert.

En revanche, si le dépositaire détient séparément ses propres titres et ceux de ses clients auprès d'un sous-dépositaire et si, à la différence des titulaires d'un compte, il est partie à une convention de netting avec lui, cette convention ne s'étendra ni aux droits desdits titulaires à la remise de titres, ni à leurs titres intermédiés.

Let. b

Si les titres propres d'un dépositaire et ceux de ses clients sont détenus séparément auprès d'un sous-dépositaire, les titres intermédiés des titulaires d'un compte et leurs droits à la remise de titres ne sont affectés par aucun droit de gage, de rétention ou de réalisation du sous-dépositaire auquel les titulaires d'un compte n'ont pas consenti.

Al. 2

Si les titres propres d'un dépositaire et ceux de ses clients sont détenus séparément auprès d'un sous-dépositaire, le dépositaire ne peut pas disposer des titres du titulaire du compte avant de les avoir transférés à son propre compte dans l'exercice de son droit d'utilisation visé à l'art. 22. Il faut donc également reconstituer sur le plan comptable la structure juridique de base des opérations portant sur des titres, et donc la rendre visible dans les comptes de titres.

Al. 3

Les al. 1 et 2 sont des dispositions impératives, autrement dit les accords contraires sont nuls.

2.1.5 Chapitre 4 Droits résultant des titres intermédiés

2.1.5.1 Vue d'ensemble

Le chapitre 4 fixe les droits que la conservation de papiers-valeurs par un intermédiaire confère aux titulaires d'un compte et aux déposataires. Une première section (art. 13 à 16) expose les droits en général des titulaires d'un compte. La deuxième section (art. 17 à 20) fixe leurs droits en cas d'insolvabilité du déposataire. Enfin, la troisième section (art. 21 à 23) règle les droits du déposataire sur les titres intermédiés.

2.1.5.2 Section 1 Droits du titulaire d'un compte

Art. 13 Principe

L'art. 13 revêt une importance fondamentale pour les relations au sein d'une chaîne de détention.

Al. 1

L'étape de la création de titres intermédiés n'a aucune incidence sur les droits de l'investisseur à l'égard de l'émetteur. En particulier, les créances ou les droits sociaux ne lui procurent aucun nouveau droit vis-à-vis du déposataire. Car faute d'être lui-même un support juridique, ce dernier ne fait que transmettre ces droits. Comme la loi reconnaît une relation juridique directe entre l'investisseur et l'émetteur, une compensation est parfaitement possible dans ce contexte si les conditions énoncées à l'art. 120 ss CO sont remplies.

Al. 2

Même si la loi présume une relation juridique directe entre l'investisseur et l'émetteur, l'investisseur ne peut exercer régulièrement ses droits qu'avec l'aide du déposataire. En effet, le déposataire est seul à connaître l'identité de l'investisseur et l'état de son dépôt. De même, la collaboration du déposataire tenant le compte est nécessaire pour disposer de ses titres intermédiés.

L'al. 2 concerne exclusivement l'exercice de droits sur des titres intermédiés, et non les droits qui résultent de ces titres. En particulier, la LTI ne règle ni le versement d'intérêts et de dividendes, ni le remboursement du capital, pas plus que l'exercice des droits de souscription préférentiels ou des droits sociaux. Toutes les questions liées à l'exercice des droits conférés par les titres intermédiés font l'objet de conventions contractuelles entre l'investisseur, le déposataire et l'émetteur.

Art. 14 Saisie et séquestre

L'art. 14 traite de la saisie à l'échelon supérieur (*upper-tier attachment*). On entend par là l'exécution de mesures d'exécution forcée faite auprès d'un autre déposataire que celui qui tient le compte de titres pour le débiteur visé par la mesure. Comme en règle générale un sous-déposataire ne connaît ni l'identité du titulaire d'un compte, ni sa part à l'avoir total, toute saisie ou séquestre à ce niveau reviendrait à bloquer des dépôts collectifs entiers, et donc à entraver le bon fonctionnement de systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres. Pour ces raisons, un large

consensus international prévoit d'exclure, dans la conservation des titres intermédiaires, la saisie à l'échelon supérieur.¹⁰⁸

Le droit suisse actuel n'exclut pas de manière nette les mesures d'exécution forcée à l'échelon supérieur. Diverses dispositions de la LP prévoient en effet le for du lieu de situation de la chose (art. 51, al. 1, art. 52 et art. 272, al. 1, LP). De même, la saisie doit être exécutée au lieu où la chose à saisir est située. Or il n'est pas possible de dire de façon nette où l'on peut considérer que se situent les titres intermédiaires. Cette question mérite donc une clarification.

Al. 1

Lorsque des mesures d'exécution forcée seront ordonnées sur les titres intermédiaires du titulaire d'un compte, elles seront exécutées exclusivement en mains du dépositaire qui tient le compte au crédit duquel les titres sont inscrits. Cette disposition doit être comprise comme une précision apportée à l'art. 89 LP. Elle ne remet pas en question la compétence à raison du lieu pour *ordonner* un séquestre. De même, les mesures provisionnelles au sens de la procédure civile cantonale ou fédérale seront exécutées exclusivement par ce dépositaire.

Al. 2

La règle de compétence figurant à l'al. 1 est contraignante. Par conséquent, toute mesure d'exécution forcée exécutée ailleurs sera nulle. Cette disposition correspond à la doctrine dominante et à la jurisprudence relative à l'art. 89 LP.¹⁰⁹

Art. 15 Instructions

Al. 1

Les éléments constitutifs des actes de disposition sur les titres intermédiaires sont, outre l'inscription au crédit du compte de titres de l'acquéreur (art. 24, al. 1, let. b), une instruction du titulaire d'un compte à son dépositaire qui en est le fondement (art. 24, al. 1, let. a). Le dépositaire est en principe tenu d'exécuter de telles instructions. Cette obligation ne vaut toutefois que dans les limites du contrat qui le lie au titulaire du compte. Ce contrat peut en particulier prévoir que la personne dont émane l'instruction donne une preuve suffisante de son identité. De même, une couverture suffisante du compte de titres est souvent exigée.

L'*instruction* est un acte juridique unilatéral du titulaire du compte, c'est-à-dire une déclaration de volonté sujette à réception par le dépositaire et qui tend au transfert de titres à un acquéreur. Les instructions sont valables sans formalités. Si l'acquéreur est affilié au même dépositaire que la personne qui aliène les titres intermédiaires et donne l'instruction correspondante, le dépositaire exécute l'instruction en débitant le compte de cette personne et en inscrivant les titres intermédiaires au crédit du compte de l'acquéreur. Si d'autres dépositaires participent au transfert, le dépositaire de l'aliénateur doit transmettre l'instruction au dépositaire de niveau supérieur.

L'instruction présente certaines similitudes avec l'assignation (art. 466 ss CO), dont il faut toutefois la distinguer. En particulier, l'instruction s'adresse uniquement au dépositaire et non à l'acquéreur. Elle ne vise pas non plus à autoriser le dépositaire à remettre des titres intermédiaires; au contraire il n'est habilité, et ne peut être obligé,

¹⁰⁸ Voir l'art. 15 du projet de convention d'Unidroit.

¹⁰⁹ ATF 91 III 41, 88 III 7

qu'à procéder au débit du compte de titres. Par conséquent, un renvoi pur et simple aux art. 466 ss CO n'est pas possible.

Al. 2

Le dépositaire n'a ni le droit ni l'obligation de vérifier la cause juridique d'une instruction. Il ne peut donc pas refuser d'exécuter une instruction, même s'il a connaissance de défauts dans le rapport de base. Inversement, il ne peut être tenu responsable s'il exécute une instruction malgré de tels défauts. En cela l'instruction, qui est l'un des éléments de l'acte de disposition, est indépendante de l'efficacité de l'acte causal (acte générateur d'obligations). Sont réservées les restrictions prévues par le droit public, du fait notamment des prescriptions contre le blanchiment, d'un séquestre ou du blocage d'un compte par voie de mesures provisionnelles.

Al. 3

Le titulaire d'un compte peut révoquer une instruction jusqu'au moment fixé par le contrat qui le lie à son dépositaire ou, le cas échéant, par les règles du système de compensation ou de règlement des opérations sur titres utilisé. L'instruction est toutefois irrévocable dès que le dépositaire a débité le compte de titres du titulaire. Dans le cas du clearing de titres, le renvoi aux réglementations contractuelles en place se justifie en ceci qu'une instruction déclenche, le cas échéant, toute une série d'écritures comptables dont l'annulation pourrait entraver la sécurité des relations juridiques. Il existe en outre, notamment dans le cas des systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres, des réglementations complexes et différenciées sur l'irrévocabilité, réglementations sur lesquelles il n'y a pas lieu d'empiéter sans nécessité.

Comme la présence d'une instruction est un élément constitutif de l'acte de disposition, aucun effet n'apparaît si l'instruction est révoquée à temps. En conséquence, le titulaire d'un compte peut exiger, par une révocation faite en temps utile, l'extourne de l'écriture effectuée en exécution de l'instruction révoquée et ayant conduit au débit de son compte (art. 27, al. 1, let. a, ch. 3).

L'al. 3 ne règle pas de façon exhaustive les raisons susceptibles de conduire à l'inefficacité d'une instruction. Il faudrait également mentionner le décès du titulaire d'un compte ou la perte par lui de l'exercice de ses droits civils. En outre, l'ouverture d'une faillite entraîne nécessairement l'inefficacité de l'instruction du titulaire d'un compte qui n'aurait pas encore été exécutée (art. 204, al. 1, LP). Sont réservés en vertu de l'art. 20 les ordres émanant de participants à des systèmes de compensation ou de règlement des opérations sur titres (voir ch. 2.1.5.3).

Art. 16 Attestation

Les papiers-valeurs publics ont notamment une fonction de légitimation. Ils servent à faire valoir les droits qu'ils incorporent (art. 965 et art. 975f CO).¹¹⁰ Or, les papiers-valeurs conservés auprès d'intermédiaires ne peuvent remplir cette fonction, étant donné que le titulaire du compte ne les détient pas directement et donc n'est pas en mesure de les produire. Dans ses rapports avec l'émetteur, ce dernier présentera à la place une attestation établie par le dépositaire (p. ex. un extrait de dépôt). L'art. 16 confère au titulaire d'un compte le droit d'exiger en tout temps l'établisse-

¹¹⁰ Voir ch. 1.1.1.

ment d'une telle attestation (qui par ailleurs existe déjà sur la base des obligations contractuelles; voir art. 400 CO).

L'attestation est un simple moyen de preuve; elle ne permet pas de faire valoir les droits découlant des titres intermédiés. Il s'ensuit d'une part que le titulaire d'un compte peut également faire valoir ses droits sans attestation, et que cette dernière ne le dispense pas d'apporter la preuve de sa compétence matérielle. D'autre part, l'émetteur ne peut se fier aux droits juridiques de la personne lui présentant une attestation, et ne s'exécute valablement qu'en s'exécutant en mains de l'ayant droit matériel. En revanche, si le dépositaire fait valoir les droits du titulaire d'un compte, la présentation d'une attestation ne sera pas nécessaire; en pareil cas, le doute ne sera pas permis sur la légitimation du requérant.

2.1.5.3 **Section 2** **Droits du titulaire d'un compte lors de la liquidation** **d'un dépositaire**

Art. 17 Distraction

L'un des aspects centraux de la protection juridique offerte par les systèmes de conservation auprès d'intermédiaires réside dans la garantie des droits de propriété des titulaires d'un compte en cas de faillite du dépositaire. Les titulaires d'un compte doivent en effet avoir la certitude que les papiers-valeurs et les droits-valeurs qu'ils détiennent auprès d'un dépositaire n'entreront pas dans la masse en faillite en cas d'insolvabilité de celui-ci, et donc qu'ils ne pourront servir à satisfaire les créanciers chirographaires. Cette garantie est reconnue par tous les ordres juridiques déterminants.¹¹¹

La LTI concrétise cette protection en premier lieu à l'art. 17, qui règle le droit des titulaires d'un compte à la distraction des titres intermédiés et des papiers-valeurs que le dépositaire détient pour eux. Ensuite, en cas de découvert, l'art. 19 étend le droit de distraction aux propres titres du dépositaire. L'art. 17 s'inspire fortement du droit de distraction en vigueur dans la législation bancaire (art. 16 en relation avec l'art. 37*d* LB)¹¹². Son champ d'application est toutefois plus étendu que dans la LB, étant donné qu'en plus des banques et des négociants en valeurs mobilières, il s'applique à tous les dépositaires énumérés à l'art. 5.¹¹³ La distraction prend effet dans toutes les procédures visant une exécution générale, soit la faillite bancaire au sens de l'art. 33 ss LB ou la faillite au sens de l'art. 197 LP, si un dépositaire n'est pas soumis à la législation sur la faillite bancaire. En revanche, une procédure d'assainissement ou une procédure concordataire (art. 28 ss LB; art. 293 ss LP) n'affecteront pas les droits des titulaires d'un compte, si bien qu'une distraction est superflue dans ce contexte. Comme le dépôt auprès d'intermédiaires financiers étrangers peut également être soumis à la LTI, l'art. 17 emploie le terme générique de procédure de liquidation forcée tendant à l'exécution générale.

¹¹¹ Voir art. 11 et 19, al. 2, du projet de convention d'Unidroit; Belgique: art. 12, décret n° 62; Luxembourg: art. 7, al. 1, LCTIF; Etats-Unis: § 8-503(a) UCC.

¹¹² Voir Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 37*b* LB, n° 7.

¹¹³ Art. 16 en relation avec l'art. 37*d* LB, art. 36*a* LBVM.

Al. 1

Lorsqu'un dépositaire fait l'objet d'une procédure de liquidation forcée, le liquidateur procède à la distraction des titres à concurrence des avoirs en comptes de titres de ses clients titulaires d'un compte. A la différence de la distraction au sens du droit des poursuites (art. 242 LP), la distraction s'effectue ici d'office.

Let. a

Doivent être distraits les titres intermédiés inscrits au crédit d'un compte de titres que le dépositaire détient auprès d'un sous-dépositaire. Il s'agit d'une part de titres intermédiés gardés au nom des titulaires d'un compte (compte collectif de clients). Mais si un dépositaire détient ses propres titres et ceux de ses clients sur un même compte de titres auprès d'un sous-dépositaire, ses propres titres seront aussi distraits, étant donné qu'ils sont présumés être ceux de ses clients (al. 2). Si les titres des titulaires d'un compte auprès du dépositaire insolvable ne sont pas encore couverts, l'art. 19, al. 1 permettra de puiser dans les propres avoirs du dépositaire insolvable, même lorsqu'ils sont inscrits sur un compte de titres séparé auprès du sous-dépositaire.

Let. b

Seront également distraits les papiers-valeurs en dépôt collectif, les certificats globaux et les droits-valeurs inscrits qui sont conservés directement par dépositaire insolvable. La let. b vise le cas où le dépositaire au bout de la chaîne de détention deviendra insolvable; dans ce cas, il n'y aura aucun titre à distraire auprès d'un dépositaire de rang supérieur.

Let. c

Enfin, seront distraits les titres résultant d'opérations au comptant, d'opérations à terme échues, d'opérations de couverture ou d'émissions pour le compte des titulaires d'un compte, dont le dépositaire peut librement exiger la remise par des tiers. Ainsi la pratique du *contractual settlement* reste valable en cas de faillite. Sur le plan matériel, cette règle correspond à l'art. 16, ch. 3, LB, lui-même un cas d'application du droit de préférence prévu à l'art. 401, al. 3, CO pour les obligations envers le mandataire.¹¹⁴ Les droits à la remise de titres visés concernent aussi bien d'autres dépositaires que des tiers, comme un vendeur de titres intermédiés.

Al. 2

Si le dépositaire détient ses propres titres et les titres de ses clients titulaires d'un compte sur un même compte auprès d'un sous-dépositaire, les titres inscrits au crédit de ce compte seront présumés être ceux de ses clients titulaires d'un compte. Autrement dit, on commencera par distraire dans un tel cas les titres requis pour les titulaires d'un compte, et seuls les titres restants seront imputés aux avoirs propres du dépositaire. Le découvert sera ainsi entièrement à la charge du dépositaire, ce qui fait que les titulaires d'un compte ne subiront de préjudice que si le découvert excède les propres titres du dépositaire. Le désintéressement prioritaire des titulaires d'un compte s'effectuera séparément pour chaque genre de titres.¹¹⁵ Les livres de comptes du dépositaire insolvable seront pris en compte en premier lieu pour réfuter la présomption légale.

¹¹⁴ Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 16 LB, n° 22.

¹¹⁵ Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 37b LB, n° 18.

Al. 3

Si le dépositaire à liquider détient les titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire, le droit de rétention de ce dernier (art. 21 LTI) pourra être opposé à une distraction. Le liquidateur devra donc régler les obligations du dépositaire envers le sous-dépositaire qui résultent de la conservation des titres intermédiés ou du financement de leur acquisition. Il s'agit ici de créances de la masse. Cette disposition correspond à l'art. 37*d*, al. 3, LB.

Al. 4

Let. a et b

L'al. 4 fixe les détails de la procédure de distraction. D'une part, le liquidateur aura la possibilité de transférer les titres intermédiés à un dépositaire désigné par le titulaire du compte (let. a). Cette manière de faire est régulièrement l'unique approche praticable. Si les titres intermédiés ont été créés sur la base de papiers-valeurs reçus en dépôt collectif (art. 6, al. 1, let. a), le droit à la distraction pourra être satisfait à la place par la remise des papiers-valeurs concernés (let. b). La décision relative à la procédure adéquate revient au liquidateur, qui devra prendre en compte le fait que tous les titulaires d'un compte ont un intérêt immédiat à pouvoir disposer rapidement de leurs titres intermédiés.

Al. 5

Le droit de distraction appartiendra au dépositaire, sous réserve du droit de rétention (art. 21). La distraction ne pourra ainsi s'effectuer qu'une fois satisfaites ou garanties les créances du dépositaire résultant de la conservation des titres intermédiés ou du financement de leur acquisition (voir aussi al. 3).

Art. 18 Distraction lors de la liquidation d'un sous-dépositaire

L'art. 18 protège les droits des titulaires d'un compte en cas de faillite du dépositaire avec lequel ils sont en relation directe. Or leurs droits sont également menacés si un sous-dépositaire tombe en faillite. Notamment, lorsque le sous-dépositaire est à l'étranger, les titulaires de compte subiraient une charge inacceptable s'ils devaient s'occuper de la distraction. Par conséquent, il incombera au dépositaire de faire valoir à l'encontre du sous-dépositaire la distraction des titres au profit de ses titulaires d'un compte. Les diverses mesures à adopter alors seront régies par la convention conclue entre les titulaires d'un compte et le dépositaire. Si les parties n'ont rien fixé et si le droit applicable n'en dispose pas autrement, le dépositaire pourra se limiter à annoncer le droit de ses titulaires d'un compte et les laisser ensuite défendre leurs intérêts. En outre, le dépositaire devra permettre aux titulaire d'un compte d'apporter la preuve de leur droit.

Art. 19 Découvert

Al. 1

Le dépositaire a l'obligation de détenir suffisamment de titres intermédiés pour couvrir les titres de ses titulaires d'un compte et d'acquérir sans délai des titres pour combler les découverts (art. 11, al. 1 et 2). Si un achat n'est plus possible parce que le dépositaire fait l'objet d'une procédure d'exécution forcée et si les titres intermédiés distraits ne suffisent pas à désintéresser complètement les titulaires d'un

compte, les titres du même genre que le dépositaire détient pour son propre compte seront distraits à concurrence du découvert. Sont visés en particulier, outre les titres que le dépositaire conserve avec ceux des titulaires d'un compte, les titres qu'il conserve séparément de ceux de ses titulaires d'un compte. Cette mainmise se justifie par le fait qu'un découvert résulte généralement de manquements opérationnels, p. ex. parce qu'un dépositaire a inscrit des titres de manière erronée ou qu'il en a disposé de manière abusive. Des modèles de réglementation étrangers ou internationaux prévoient également en pareil cas un droit de mainmise des titulaires d'un compte sur les propres titres du dépositaire.¹¹⁶

Al. 2

Si même après la mainmise sur les propres titres du dépositaire les titulaires d'un compte ne sont pas complètement désintéressés, ils supporteront le découvert au prorata de leurs titres. Dans la même mesure, ils obtiendront une créance compensatoire contre le dépositaire. Comme il ne s'agit pas ici d'une créance en dommages-intérêts au sens de l'art. 33, aucune preuve exculpatrice n'est admise. Il n'est pas exclu que dans des cas extrêmes, cette répartition proportionnelle des pertes puisse aboutir à des résultats insatisfaisants. Toutefois aucune alternative n'a été identifiée à ce jour.¹¹⁷ S'il fallait prendre en compte les circonstances dans lesquelles la perte est survenue ou l'ordre de succession des débits et des crédits, la procédure de liquidation deviendrait ingérable dans la pratique. Il est utile enfin de rappeler que le modèle de copropriété actuel¹¹⁸ prévoit déjà lui aussi une répartition proportionnelle des découverts.

Art. 20 Irrévocabilité d'une instruction

Let. a et b

Si la faillite est prononcée contre un titulaire de compte, les instructions et donc les actes de disposition sur les titres intermédiés sont nuls en vertu de l'art. 204, al. 1, LP dès lors qu'ils sont donnés ou exécutés après l'ouverture de la faillite. Cela vaut même si l'acquéreur de titres intermédiés n'avait pas connaissance de l'ouverture de la procédure de faillite. Or si le titulaire d'un compte participe à un système de compensation ou de règlement des opérations sur titres, cette réglementation constitue une menace inacceptable pour la sécurité du droit et la stabilité systémique. L'art. 20 dispose donc que dans deux cas, la perte du droit de disposition n'affectera pas la validité juridique ni l'efficacité des instructions. Premièrement, si l'instruction a été introduite dans le système avant l'ouverture de la procédure d'exécution forcée, elle sera dans tous les cas juridiquement obligatoire même si elle est exécutée après l'ouverture de la procédure. Deuxièmement, même si elle a été introduite dans le système après l'ouverture de la procédure d'exécution forcée, elle restera valable si elle est exécutée le jour de l'ouverture de la procédure et si l'exploitant du système prouve qu'il ne le savait pas ni ne devait le savoir. L'art. 20 correspond à l'art. 3 de la directive UE sur le caractère définitif du règlement, et par analogie à l'art. 27, al. 2, LB, tout en ayant un champ d'application plus étendu que cette dernière disposition.

¹¹⁶ Voir art. 19, al. 4, du projet de convention d'Unidroit.

¹¹⁷ Voir art. 20 du projet de convention d'Unidroit.

¹¹⁸ Voir ch. 1.2.2 et 1.2.3.

2.1.5.4

Section 3 Droits du dépositaire sur les titres intermédiés

Art. 21 Droit de rétention et de réalisation

Selon l'art. 895 CC, le créancier qui, du consentement du débiteur, se trouve en possession de choses mobilières ou de papiers-valeurs appartenant à ce dernier, dispose d'un droit de rétention. Or le droit actuel est lacunaire, étant donné que selon la jurisprudence dominante l'art. 895 CC ne s'applique qu'aux biens et non aux droits.¹¹⁹ Autrement dit, il n'y a pas de rétention possible pour les droits-valeurs, alors même que d'un point de vue fonctionnel ils ne diffèrent en rien des papiers-valeurs conservés en dépôt collectif ni des certificats globaux. L'art. 21 règle donc sous une forme adaptée le droit de rétention du dépositaire.

Al. 1

Pour que le dépositaire puisse faire valoir son droit de rétention sur des titres intermédiés, il faut comme à l'art. 895, al. 1, CC, que la dette à garantir soit exigible et qu'il y ait une connexité entre l'objet retenu et la créance. Il y a connexité dès lors que la créance garantie provient de la conservation des titres retenus (p. ex. des droits de garde). Le lien existant entre la créance garantie et l'objet retenu est également suffisant si le dépositaire a financé l'acquisition de titres et si le droit de rétention sert à garantir le prix payé. Si ces conditions nécessaires pour faire valoir le droit de rétention sont remplies, le dépositaire pourra vendre de gré à gré les titres retenus en les négociant sur un marché représentatif, et se désintéresser sur le produit de cette vente. La procédure de réalisation et les autres conditions sont décrites à l'art. 31.

Al. 2

Le droit de rétention est conçu pour éviter au dépositaire de devoir livrer des biens tant que le titulaire d'un compte a encore des dettes ouvertes. Inversement, si le dépositaire restitue ces biens volontairement et sans réserve, plus rien ne justifie qu'on ne lui accorde un privilège sur eux. Par conséquent, le droit de rétention s'éteint lorsque le dépositaire transfère les titres au crédit d'un autre compte de titres tenu par lui ou par un autre dépositaire.

Art. 22 Droit d'utilisation

Divers droits d'utilisation sont en place sur les marchés financiers, en vertu desquels les dépositaires ou les titulaires de sûretés disposent des titres qui leur sont confiés (*right of use*). Outre qu'ils permettent des gains d'efficacité, les droits d'utilisation améliorent la liquidité des marchés et en diminuent ainsi la volatilité. D'où leur intérêt non seulement dans l'optique de la surveillance des marchés, mais aussi pour la politique de stabilité du système financier. Les droits d'utilisation doivent s'inscrire dans un cadre juridique sûr.¹²⁰ L'avantage d'accorder un droit d'utilisation au dépositaire peut résider pour les investisseurs dans le supplément de rémunération fixé d'un commun accord. Ils assument cependant aussi certains risques puisqu'à la

¹¹⁹ Voir BSK ZGB II-Ramini/Schulin/Vogt, art. 895, n° 18 ss.

¹²⁰ Voir à ce sujet Technical Committee, *passim*.

place de leur droit de propriété sur les titres, ils n'ont plus qu'une simple créance tendant à leur restitution.¹²¹

Parmi les droits d'utilisation figure notamment le prêt de titres (*securities lending and borrowing*). Le dépositaire en fait usage lorsqu'il a des engagements ouverts à effectuer une livraison sans détenir lui-même les titres nécessaires. Un autre droit d'utilisation permet le sous-nantissement des titres remis en sûreté: le dépositaire utilise ces titres pour garantir ses propres dettes. En vertu de l'art. 887 CC, le créancier ne peut engager la chose qui lui est nantie qu'avec le consentement de celui dont il la tient. Pour les banques, un régime spécial est prévu à l'art. 17 LB et à l'art. 33 de l'ordonnance du 17 mai 1972 sur les banques (OB; RS 952.02). Un sous-nantissement n'est possible qu'avec le consentement qualifié du débiteur (d'autres limitations existant par ailleurs). L'art. 17 LB doit donc être abrogé (annexe de la LTI, voir plus bas, ch. 2.1.10).

Al. 1

Cette disposition reconnaît le droit du dépositaire de disposer en son propre nom et pour son propre compte des titres intermédiés confiés à sa garde. Mais il faut pour cela que les titulaires d'un compte le lui accordent.

Al. 2

Etant donné les risques que comporte un droit d'utilisation, l'autorisation correspondante doit être donnée par écrit si le titulaire d'un compte n'est ni un dépositaire au sens de l'art. 4, al. 2, ni un investisseur qualifié au sens de l'art. 5, let. d. L'autorisation ne peut être incluse dans des conditions générales. Ainsi la LTI reprend l'exigence, formulée par la CFB, d'un accord séparé pour la participation à un programme de «Securities Lending».¹²² Une telle exigence va au-delà du droit en vigueur sur le dépôt, où une autorisation expresse du déposant suffit pour que le dépositaire puisse disposer des papiers-valeurs remis (art. 481, al. 3, CO).

Art. 23 Restitution des sûretés

Al. 1

Si le titulaire d'un compte a conféré au dépositaire une sûreté sur des titres intermédiés et qu'avec son autorisation le dépositaire utilise ces mêmes titres pour constituer une sûreté, il doit restituer au titulaire du compte des titres en même nombre et du même genre au plus tard à l'échéance de la dette garantie. Cette disposition correspond à l'art. 5, al. 2, de la directive UE concernant les contrats de garantie financière.

Al. 2

Les titres restitués seront grevés de la même sûreté que ceux qu'ils remplacent. Autrement dit, ils seront traités comme s'il n'y avait jamais eu d'acte de disposition. Cela signifie en particulier que la bonification d'origine sera déterminante pour établir le rang des créanciers, et non celle opérée dans le cadre de la restitution. De même, les délais de révocation visés à l'art. 285 ss LP commenceront à courir à partir du contrat initial constitutif de la sûreté.

¹²¹ Ces risques sont analysés en détail dans Technical Committee, 39 à 45.

¹²² Voir le rapport annuel 2002 de la CFB, p. 45 s.

Al. 3

Si le contrat le prévoit, le dépositaire pourra réaliser les titres intermédiés au lieu de les restituer (art. 31 s).

2.1.6 Chapitre 5 Actes de disposition sur les titres intermédiés et effets à l'égard des tiers

2.1.6.1 Section 1 Actes de disposition

Art. 24 Bonification

L'art. 24 règle les conditions et les effets des actes de disposition portant sur des titres intermédiés. Par acte de disposition au sens de la LTI, il faut entendre tout acte juridique qui entraîne une modification du portefeuille de titres intermédiés de l'aliénateur. Outre le transfert des titres en pleine propriété, la notion d'acte de disposition inclut la constitution de sûretés sur les titres, par le transfert de la propriété ou la constitution d'un gage, ainsi que la création d'usufruits.

Al.1

Let. a et b

Un acte de disposition sur des titres intermédiés comprend deux éléments constitutifs cumulatifs: premièrement, le titulaire du compte doit donner l'instruction au dépositaire de transférer les titres (let. a; voir aussi art. 15) et, deuxièmement, les titres doivent être inscrits au crédit du compte de l'acquéreur (let. b). La procédure est similaire à celle qui règle les actes de disposition portant sur des biens immobiliers, lesquelles comprennent aussi deux éléments constitutifs (voir art. 963 CC).

Il ressort de la let. b que l'inscription au crédit du compte de titres de l'acquéreur, ou bonification, est un élément constitutif de l'acquisition de titres intermédiés ou de la constitution de sûretés sur ces titres, alors que le débit du compte de titres ne l'est pas. Si la loi dispose ainsi qu'une seule des deux écritures comptables est constitutive de l'acte de disposition, c'est que le transfert de titres intermédiés comporte souvent toute une série d'opérations comptables auprès de divers dépositaires, à différents niveaux de la pyramide de détention des titres. Ces comptabilisations ne sont généralement pas coordonnées entre elles, de sorte qu'une écriture en fin de chaîne de transfert peut très bien intervenir avant que celles devant être effectuées chez les dépositaires situés en amont ne l'aient été. Le fait de se référer à l'inscription au crédit du compte de l'acquéreur présente l'inconvénient que l'inscription au crédit (et par conséquent l'acquisition des titres) est théoriquement possible sans que les titres intermédiés n'aient été débités du compte de l'aliénateur chez le dépositaire. Ce risque est toutefois limité, pour l'essentiel, au clearing international. Dans les relations nationales, il est pratiquement exclu par la conception même des systèmes de règlement.

Si la bonification du compte de titres de l'acquéreur a lieu en l'absence d'instructions valables, l'art. 27 détermine si l'aliénateur a définitivement perdu ses droits en faveur de l'acquéreur (sous réserve du droit à la restitution, qu'il peut faire valoir à l'encontre de l'acquéreur de mauvaise foi, art. 29, al. 2) ou s'il a droit à l'extourne du débit. Dans les rapports entre les dépositaires impliqués, y compris les sous-

dépositaires et les dépositaires intermédiaires, l'art. 28 détermine si les bonifications défectueuses peuvent être extournées et si oui, à quelles conditions.

Al. 2

L'acte de disposition sur les titres intermédiés n'est réputé parfait qu'au moment de l'inscription au crédit du compte de l'acquéreur. L'aliénateur conserve donc ses droits jusqu'au terme de l'opération, même si, une fois que les titres intermédiés ont été débités de son compte, il ne peut plus en disposer. Cette règle empêche que des droits restent sans titulaire lors de transferts s'étirant dans le temps, alors que les titres intermédiés sont déjà débités, mais non encore crédités.

Al. 3

Les art. 24 ss règlent exclusivement l'acquisition juridique de titres intermédiés par succession à titre particulier. C'est pourquoi les dispositions relatives à l'acquisition par succession universelle ou par exécution forcée sont réservées. Sont concernés le transfert des droits par l'ouverture de la succession du défunt, conformément aux dispositions du droit successoral (art. 560, al. 1 et 2, CC), la constitution de la communauté de biens entre époux (art. 222, al. 1, en relation avec les art. 652 ss, CC), l'adjudication des titres lors de la réalisation forcée par voie d'enchères publiques (art. 125 et 257 à 259 LP) ainsi que certains états de fait résolutoires (art. 188 CC [faillite déclarée de l'un des époux]; art. 242, al. 1, en relation avec l'art. 236, al. 2, CC [divorce, séparation, etc.]). Il faut mentionner aussi les fusions, les scissions, les transformations et les transferts de patrimoine au sens de la loi sur la fusion du 3 octobre 2003 (LFus; RS 221.301), selon laquelle le transfert de propriété intervient avec l'inscription de la transaction au registre du commerce (voir art. 22, 52, 67 et 73 LFus). Enfin, un jugement exécutoire ou un acte en tenant lieu peuvent avoir les mêmes effets, dans la mesure où ils ont un effet constitutif.

Al. 4

En droit suisse, comme dans le droit de beaucoup d'autres pays, l'acquisition d'actions nominatives liées est un cas particulier de l'acquisition par un acte juridique et requiert l'observation de dispositions relevant non seulement du droit des papiers-valeurs, mais encore de celui des sociétés, ce qui explique que les restrictions à la transmissibilité des actions nominatives sont réservées. En d'autres termes, pour que le transfert de la pleine propriété d'actions nominatives soit effectif, il faut que soient remplies, d'une part, les conditions de l'art. 24 et, d'autre part, le cas échéant, celles découlant du droit des sociétés. S'il s'agit d'actions nominatives d'un émetteur suisse, ces dernières conditions résultent des art. 685c et 685f CO. Dès lors, en cas d'acquisition en bourse d'actions nominatives liées cotées en bourse, les conditions préalables de l'acquisition ne dépendent plus que de l'art. 21 (étant donné que l'art. 685f, al. 1, 1^{re} phrase, CO dispose que si des actions nominatives cotées en bourse sont acquises en bourse, les droits passent à l'acquéreur du fait de leur transfert). En revanche, les actions nominatives liées non cotées en bourse ne sont réputées acquises que lorsque la société concernée en a approuvé le transfert (art. 685c CO). Enfin, s'il s'agit d'actions nominatives liées cotées en bourse, mais acquises hors bourse, les droits ne passent à l'acquéreur que lorsqu'il a déposé une demande de reconnaissance comme actionnaire (art. 685f, al. 1, 2^e phrase, CO). En ce qui concerne les actions non cotées en bourse, la primauté du droit de la société anonyme (art. 685c CO) est défendable, compte tenu du rôle mineur joué par ces actions sur le marché des capitaux. Dans le cas de l'acquisition hors bourse d'actions nomi-

natives cotées en bourse, la réserve en faveur de l'art. 685*f*, al. 2, CO constitue au contraire un danger pour la sécurité des transactions. C'est pourquoi cette disposition doit être adaptée (annexe à la LTI, ch. 2.1.10 ci-après). Enfin, pour connaître les autres conditions s'appliquant aux actions nominatives d'émetteurs étrangers, il y a lieu de consulter le droit du pays concerné.

En vertu de l'al. 4, 2^e phrase, toute autre restriction à la transmissibilité des titres intermédiés que celles qui s'appliquent à l'acquisition d'actions nominatives liées est inopposable à l'acquéreur et aux tiers, que l'acquéreur ait connaissance ou non de la restriction concernée. De fait, les restrictions à la transmissibilité sont inconciliables avec la nécessaire fongibilité des titres intermédiés, qui est une de leurs caractéristiques essentielles (voir art. 3, al. 1); elles peuvent aussi mettre en péril la sécurité des transactions. Relève en particulier de ces autres restrictions inopposables l'art. 685 CO, qui dispose que les actions nominatives non intégralement libérées ne peuvent être transférées qu'avec l'approbation de la société. Il y a lieu de mentionner aussi l'art. 967, al. 3, CO, selon lequel il est possible de prévoir contractuellement, pour le transfert d'un papier-valeur, le concours du débiteur ou d'autres personnes.

Art. 25 Constitution de sûretés

Si des titres intermédiés doivent servir de sûretés, il est possible de procéder à un acte de disposition ordinaire, conformément à l'art. 24. Dans ce cas, la sûreté, qui est opposable au tiers, est constituée par transfert sur un compte de titres maintenu par le dépositaire du constituant ou par un autre dépositaire au nom du bénéficiaire de la sûreté. L'art. 25 offre une autre possibilité de constituer une sûreté: moyennant l'accord du constituant, le dépositaire s'engage à exécuter les instructions du bénéficiaire de la sûreté sans nouveau consentement ni concours du constituant.

La LTI utilise le terme de sûreté dans un sens fonctionnel, cette notion recouvrant ainsi aussi bien la constitution de droits de gage que le transfert de propriété à des fins de garantie. Lorsqu'il s'agit de droits de gage, les dispositions de la LTI sont limitatives et prévalent donc sur les art. 900, al. 1, et 901, al. 2, CC (voir art. 901, al. 3, nouveau, CC [annexe à la LTI, ch. 2.1.10 ci-après]). Cela signifie en particulier que l'acte d'engagement des titres intermédiés n'est soumis à aucune obligation de forme. La LTI se conforme ainsi à une disposition de l'art. 3 de la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, selon laquelle il n'est pas exigé «que la constitution, la validité, la conclusion, l'opposabilité ou l'admissibilité à titre de preuve d'un contrat de garantie financière ou la constitution d'instruments financiers ou d'espèces en garantie en vertu d'un contrat de garantie financière soient subordonnées à l'accomplissement d'un acte formel». Au reste, la LTI n'a pas pour objet de réglementer le contrat constitutif de gage en tant qu'acte causal de l'acte de disposition de droits réels.

Al. 1

Une sûreté peut être constituée sur des titres intermédiés moyennant la conclusion, entre le titulaire d'un compte et le dépositaire, d'une convention par laquelle le dépositaire s'engage à exécuter les instructions du bénéficiaire de la sûreté sans nouveau consentement ni concours du titulaire du compte. Autrement dit, si la sûreté doit être exécutée, son bénéficiaire pourra disposer des titres intermédiés sans nouvel accord du constituant. De plus, s'il en a été convenu ainsi, les titres pourront être réalisés de gré à gré (art. 31). La convention entre le titulaire de compte et le dépositaire

taire doit être irrévocable en ce sens qu'elle ne peut être modifiée ou supprimée sans le consentement du bénéficiaire de la sûreté.

Bien que les titres intermédiés gagés restent comptabilisés sur son compte, le constituant, du fait même de la constitution de la sûreté, renonce à exercer une maîtrise exclusive sur ces titres. L'art. 25 est donc parfaitement conciliable avec l'art. 884, al. 3, CC, selon lequel le droit de gage n'existe pas, tant que le constituant garde exclusivement la maîtrise effective de la chose. La constitution de sûretés visée à l'al. 1 présente surtout l'avantage que les intérêts et les dividendes, de même que les droits de vote, restent acquis au constituant sans autre procédure. Dans les rapports internationaux, cette forme de constitution de sûretés présente également l'avantage de n'être soumise qu'à un seul droit. Au chapitre des inconvénients, il faut mentionner le fait que le bénéficiaire de la sûreté peut, le cas échéant, se voir opposer un droit de rétention (art. 21) ou un droit de gage (art. 26) du dépositaire (voir aussi art. 30, al. 2).

Al. 2

Parmi les grands principes régissant le droit suisse du nantissement de valeurs mobilières figure en bonne place le principe de la spécialité, qui exige que le gage soit un droit unique et déterminé¹²³. Ce principe de la spécialité s'applique aussi à la constitution de sûretés sur des créances et autres droits¹²⁴. Or, le respecter à la lettre lors de la constitution de sûretés sur des titres intermédiés forcerait soit à engager tous les titres figurant au crédit d'un compte, soit à définir le gage jusqu'au niveau des titres, par exemple en indiquant leur numéro ISIN¹²⁵ ou leur numéro de valeur. Toutefois, d'un côté, l'obligation d'engager l'intégralité d'un compte priverait le constituant de la possibilité d'utiliser les titres non grevés pour garantir d'autres crédits et, de l'autre, ce qui intéresse en principe le bénéficiaire de la sûreté, c'est non pas qu'elle soit constituée de tels ou tels titres, mais qu'elle atteigne une certaine valeur. C'est pourquoi la sûreté peut porter aussi bien sur des titres déterminés que sur tous les titres figurant au crédit d'un compte, ou encore sur une partie de ces titres jusqu'à concurrence d'une valeur déterminée.

Al. 3

Outre le droit de gage, l'usufruit est le second droit réel limité réalistement susceptible de grever des titres intermédiés. Conformément au principe énoncé à l'art. 746, al. 1, CC, selon lequel l'usufruit de choses mobilières et de créances s'établit par leur transfert à l'usufruitier, il est possible de constituer un usufruit sur des titres intermédiés en les inscrivant au crédit du compte de titres de l'usufruitier (art. 24, al. 1). De plus, aux termes de l'al. 3, un usufruit opposable aux tiers peut aussi être constitué selon les dispositions de l'al. 1.

Art. 26 Sûretés en faveur du dépositaire

Al. 1

Il arrive fréquemment que le titulaire d'un compte et son dépositaire (p. ex. la banque depositaire) conviennent de la constitution de sûretés. Ils le font généralement en concluant un accord particulier ou, parfois, par le biais de l'intégration de clauses

¹²³ Entre autres commentaire bâlois CC II-Bauer, art. 884, ch. marg. 44.

¹²⁴ Commentaire bâlois CC II-Bauer, art. 899, ch. marg. 19.

¹²⁵ International Securities Identification Number.

de nantissement ou de clauses de sûretés dans les conditions générales. Etant donné qu'il n'y a aucune raison de modifier cet état de droit sur le plan matériel, la LTI renonce à faire dépendre d'une écriture comptable ou d'une mention dans le compte de titres les effets réels des sûretés constituées en faveur du dépositaire gérant le compte. Elle dispose donc qu'une sûreté en faveur du dépositaire peut être constituée sur des titres intermédiés du titulaire du compte et rendue opposable aux tiers par la conclusion d'une convention. Le tiers qui voudra accorder au titulaire du compte un crédit garanti par l'engagement de titres intermédiés, mais en ayant la certitude que le dépositaire ne puisse lui opposer de sûreté, devra insister pour que les titres intermédiés visés à l'art. 24, al. 1, soient crédités sur un autre compte de titres (auprès du même ou d'un autre dépositaire).

Al. 2

La sûreté en faveur du dépositaire s'éteint lorsque ce dernier inscrit les titres intermédiés au crédit du compte de titres d'un autre titulaire de compte. Ainsi, s'il a constitué une sûreté en sa faveur sur les titres intermédiés du titulaire d'un compte et que celui-ci lui donne pour instruction de transférer ces titres sur un autre compte, le dépositaire n'est pas tenu de donner suite à cette instruction. S'il le fait malgré tout, il indiquera de manière concluante qu'il renonce à faire valoir la sûreté.

Al. 3

La sûreté en faveur du dépositaire est constituée non de par la loi, mais par la conclusion d'une convention expresse. N'étant soumise à aucune obligation de forme, cette convention peut aussi être incluse dans des conditions générales, pour autant que le titulaire du compte soit lui-même un dépositaire (art. 4) ou un investisseur qualifié (art. 5, let. d). Dans tous les autres cas, la constitution de la sûreté requerra la conclusion d'une convention en la forme écrite; l'inclusion d'une clause de nantissement dans les conditions générales ne suffira pas.

2.1.6.2 Section 2 Extourne

Le transfert des titres intermédiés par le biais du système de clearing implique souvent toute une série de comptabilisations (débit et crédit). Des erreurs peuvent donc se produire, telles qu'une inscription au crédit d'un compte erroné, ou le transfert d'un genre ou d'un nombre incorrect de titres intermédiés. Les instructions qui déclenchent cette suite d'écritures comptables peuvent elles-mêmes être défectueuses. Il est donc impératif qu'un système fondé sur l'effet constitutif de l'inscription des titres intermédiés au crédit d'un compte de titres prévoie un mécanisme de correction des écritures erronées. En vertu des art. 27 et 28, les mises en compte erronées sont corrigées par extourne, autrement dit par une écriture inverse. Les deux articles sont en principe impératifs; seuls peuvent y déroger par convention avec leur dépositaire les titulaires de compte qui sont eux-mêmes dépositaires ou investisseurs qualifiés.

Art. 27 Extourne d'un débit

La LTI dispose que seule l'inscription au crédit du compte de l'acquéreur (bonification), et non le débit du compte de l'aliénateur, fait partie des éléments constitutifs des actes de disposition sur les titres intermédiés (art. 24, al. 1, let. b). L'aliénateur

ne perd donc ses droits que lorsque l'inscription au crédit du compte de l'acquéreur a été effectuée (art. 24, al. 2, phrase 2). Toutefois, *de facto*, le titulaire d'un compte perd la possibilité de disposer des titres intermédiés dès que son compte est débité. C'est pourquoi il a un intérêt prépondérant à ce qu'un débit puisse être rapidement annulé.

Al. 1

Il y a lieu de distinguer deux catégories de défauts donnant en principe au titulaire du compte le droit de bénéficier de l'extourne du débit: d'une part, les défauts des instructions qu'il a lui-même données et, d'autre part, les erreurs survenant dans la chaîne de transfert.

Let. a

Une instruction est réputée défectueuse et fait naître un droit d'extourne lorsqu'elle est nulle (ch. 1), qu'elle n'émane pas du titulaire du compte ni de son représentant (ch. 2), qu'elle a été révoquée en temps utile par le titulaire du compte (ch. 3) ou qu'elle a été invalidée en raison d'une erreur de déclaration ou de transmission, d'un dol ou d'une crainte fondée (ch. 4).

Ch. 1

L'instruction est nulle si elle a pour objet une chose impossible, illicite ou contraire aux mœurs (art. 20, al. 1, CO). Or, un acte juridique nul ne pouvant avoir d'effets, le débit résultant d'une instruction frappée de nullité doit impérativement être corrigé. Le motif de nullité doit être inhérent à l'instruction en tant que telle. En effet, une instruction donnée en exécution d'un acte juridique illicite ou contraire aux mœurs n'est pas nécessairement elle-même illicite ou contraire aux mœurs. La let. a, ch. 1, ne devrait donc être que très rarement appliquée.

Ch. 2

Il va de soi qu'un débit effectué sur la base d'une instruction qui n'émane pas du titulaire du compte ni de son représentant doit être extourné. Or, les manifestations de la volonté d'un tiers qui n'est pas partie prenante ne sauraient avoir d'effets juridiques aux dépens du titulaire du compte.

Ch. 3

Le débit doit également être extourné lorsque le titulaire du compte a donné une instruction certes dépourvue d'erreurs, mais qu'il a ensuite révoquée en temps utile. Le dernier moment auquel une instruction peut être révoquée est défini à l'art. 15, al. 3; il est fixé par le contrat qui lie le titulaire du compte à son dépositaire ou par les règles du système de règlement des opérations sur titres utilisé.

Ch. 4

Enfin, il y a droit à l'extourne lorsque l'instruction sur laquelle repose le débit a été invalidée en raison d'une erreur de déclaration (art. 24, ch. 1 à 3, CO), d'un dol (art. 28 CO) ou d'une crainte fondée (art. 29 s. CO). L'extourne s'impose également en cas d'erreur d'un intermédiaire (art. 27 CO). Si l'invalidation n'intervient pas dans le délai d'une année, le droit à l'extourne s'éteint (art. 31 CO). Par ailleurs, le titulaire du compte peut prétendre à l'extourne du débit même en cas d'erreur imputable à sa négligence, le dépositaire pouvant alors faire valoir des prétentions en dommages-intérêts aux conditions fixées à l'art. 26 CO.

Il y a lieu de souligner que des défauts du rapport juridique qui fonde le transfert de titres intermédiés ne donnent jamais droit à l'extourne. Si un acte causal valable fait défaut et que les effets du transfert des titres intermédiés doivent être annulés, la restitution des titres ne peut se faire que sur instruction du destinataire. Pour ce qui est des rapports entre le droit à l'extourne et les dispositions sur l'acquisition de bonne foi, voir l'art. 29.

Let. b

La LTI prévoit également un droit à l'extourne du débit si la bonification du compte de titres de l'acquéreur ne correspond pas à l'instruction ou n'a pas lieu dans les délais usuels. La let. b couvre donc les cas dans lesquels le processus de transfert est lancé en exécution d'une instruction valable, mais ne se déroule pas comme il le devrait, soit, par exemple, que les titres intermédiés sont portés au crédit d'un compte erroné, soit que l'instruction n'est pas retransmise correctement. Selon la situation, l'obligation de livrer du titulaire du compte subsiste. Toutefois, comme la faute ne lui est pas imputable, il y a lieu de lui accorder un droit à l'extourne du débit dès que le délai d'exécution usuel de la livraison est écoulé.

Al. 2

Dans les cas visés à l'al. 1, let. a, il incombe au titulaire du compte d'apporter la preuve que l'instruction souffrait de l'un des défauts énumérés aux ch. 1 à 4. S'il y parvient, le dépositaire pourra se libérer en prouvant à son tour qu'il ne connaissait pas le défaut de l'instruction ni n'était tenu de le connaître bien qu'il ait mis en œuvre des mesures et des procédures raisonnables à cette fin. Cette preuve libératoire a des incidences pratiques en particulier lorsqu'un acte de disposition résulte d'une instruction donnée par un tiers qui n'est pas partie prenante (al. 1, let. a, ch. 2). Le cas échéant, le dépositaire devra prouver qu'il a vérifié la légitimité du donneur d'ordre selon la procédure généralement reconnue, mais qu'il ne lui a néanmoins pas été possible d'en reconnaître le défaut. La preuve libératoire sera également envisageable dans les cas où l'instruction s'avère nulle (al. 1, let. a, ch. 1) ou entachée d'une erreur de déclaration ou de transmission (al. 1, let. a, ch. 4). En revanche, si l'instruction est révoquée (al. 1, let. a, ch. 3), c'est moins la question de la connaissance de la révocation que celle de son moment qui compte; il incombera au titulaire du compte de prouver qu'elle est intervenue en temps utile. Si le dépositaire fournit la preuve libératoire dont il est question ci-dessus, le titulaire du compte n'aura pas droit à l'extourne du débit. Il lui restera cependant la possibilité d'exiger de l'acquéreur la restitution des titres intermédiés, à moins que celui-ci ne les ait acquis de bonne foi (art. 29, al. 2).

Al. 3

L'extourne a pour conséquence que le titulaire du compte est traité comme si le débit n'avait jamais eu lieu. Elle commande donc une *restitutio in integrum*: le débit est annulé et les titres sont intégralement restitués. Sur le plan de la technique comptable, l'inscription au débit est compensée par une inscription au crédit équivalente.

Al. 4

Le droit à l'extourne et les prétentions en dommages-intérêts se prescrivent par un an à compter de la découverte du défaut (délai relatif), et dans tous les cas par cinq ans à compter de la date du débit (délai absolu). La réduction du délai de prescription par rapport au délai ordinaire de dix ans prévu à l'art. 127 CO se justifie surtout

par le fait qu'il s'agit le plus souvent de transactions commerciales. Quant au délai absolu de cinq ans, il tient compte du fait que les erreurs d'écritures ne sont parfois repérées que longtemps après la conclusion de l'opération et que les clarifications qui s'ensuivent peuvent aussi nécessiter beaucoup de temps.

Al. 5

Les titulaires d'un compte ont un intérêt prépondérant à ce que les débits défectueux soient annulés. C'est pourquoi le droit à l'extourne est conçu comme un droit impératif, auquel les titulaires d'un compte n'ont pas le droit de renoncer par la conclusion d'une convention avec leur dépositaire. Seuls les titulaires d'un compte qui sont eux-mêmes des dépositaires ou des investisseurs qualifiés n'ont pas besoin de cette protection.

Art. 28 Extourne d'une bonification

La bonification a un effet constitutif: ce n'est qu'au moment où elle a lieu que l'acte de disposition est réputé parfait et que les droits sur les titres intermédiés sont acquis. La possibilité d'extourne de la bonification par le dépositaire doit donc elle aussi reposer sur une base légale explicite.

Al. 1

Let. a et b

Le dépositaire peut extourner l'inscription de titres intermédiés portés au crédit d'un compte de titres si le débit correspondant a été extourné (let. a). Il est logique de donner cette possibilité au dépositaire pour les cas où il est tenu d'extourner un débit. Le dépositaire peut aussi extourner une bonification si celle-ci ne correspond pas à l'instruction (let. b), autrement dit s'il effectue une mise en compte sur la base d'une instruction défectueuse ou si, comprenant mal l'instruction d'un titulaire de compte, il inscrit les titres intermédiés au crédit d'un compte erroné. Etant alors opéré sans droit, le crédit doit être annulé. Dans ces circonstances, le titulaire du compte ne pourra invoquer la bonne foi pour s'opposer à l'extourne (art. 29, al. 5).

Al. 2

Le dépositaire est tenu d'informer le titulaire du compte de l'extourne.

Al. 3

L'extourne est exclue lorsqu'il n'y a plus de titres intermédiés du même genre inscrits au crédit du compte de titres, du fait que le titulaire du compte en a déjà disposé. Par ailleurs, si les titres sont encore sur le compte, mais que des tiers ont acquis de bonne foi des droits sur ces derniers – par exemple par la constitution d'une sûreté conformément à l'art. 25 –, l'extourne est également exclue.

Lorsque l'extourne est exclue, l'enrichissement illégitime du titulaire du compte doit être compensé, le cas échéant par un paiement en espèces (al. 3, phrase 2). Le droit à indemnité du dépositaire se calcule en principe d'après l'enrichissement du titulaire du compte (et non, le cas échéant, d'après l'obligation de réparation du dépositaire). Toutefois, conformément aux règles de droit régissant l'enrichissement illégitime, il n'y a pas lieu de restituer de la contre-valeur des titres crédités si le titulaire du compte s'est dessaisi de ces titres de bonne foi, sans savoir qu'il pouvait être tenu de les restituer (exception de non-enrichissement, art. 64 CO). Inversement, celui qui reçoit indûment les titres intermédiés et en dispose de mauvaise foi reste tenu de

réparer, même s'il n'est plus enrichi, le moment déterminant étant celui de l'action en répétition de l'indu.

Al. 4

Le droit à l'extourne d'une bonification défectueuse (al. 1) ou à la restitution de la contre-valeur (al. 3) se prescrit par un an à compter de la découverte du défaut (prescription relative) et par cinq ans à compter de la date de la bonification (prescription absolue). Ces dispositions correspondent à celles de l'art. 27, al. 4 (pour leur justification, voir le commentaire de cet article au ch. 2.1.6.2 ci-dessus).

Al. 5

Voir le commentaire de l'art. 27, al. 5, au ch. 2.1.6.2 ci-dessus.

2.1.6.3 Section 3 Effet à l'égard des tiers

Art. 29 Protection de l'acquéreur de bonne foi

La sécurité des transactions par le recours aux règles de la bonne foi est une caractéristique centrale du droit des papiers-valeurs. Impossible donc de légiférer sur la détention intermédiée de papiers-valeurs sans prévoir des dispositions régissant l'acquisition de bonne foi¹²⁶, même s'il convient de mettre ici l'accent sur d'autres facteurs que lorsqu'il s'agit papiers-valeurs matérialisés. En particulier, si elle protège efficacement contre le risque de vol des titres, la détention intermédiée des papiers-valeurs ne permet pas d'exclure que le dépositaire, ou l'un de ses collaborateurs, ne dispose des titres intermédiés sans l'autorisation du titulaire du compte. Impossible en outre d'éviter toute erreur lors des transferts de papiers-valeurs en détention intermédiée, si bien que des défauts peuvent aussi se manifester dans la chaîne de transmission proprement dite. C'est pourquoi la LTI contient des dispositions visant à protéger les acquéreurs de bonne foi.

Al. 1

Let. a et b

Quiconque acquiert de bonne foi et à titre onéreux des titres intermédiés ou des droits sur de tels titres conformément aux art. 24, 25 ou 26 est protégé dans son acquisition, même si l'aliénateur n'avait pas le pouvoir de disposer des titres (al. 1, let. a) ou si leur bonification a été extournée dans le compte de l'aliénateur (al. 1, let. b). La personne auparavant titulaire des droits sur les titres intermédiés ne peut exiger de l'acquéreur ni restitution ni compensation. Toutefois, si les conditions de l'art. 27 sont remplies, elle peut prétendre à l'extourne du débit par son dépositaire.

L'acquisition de bonne foi remédie aux défauts du pouvoir de disposition de l'aliénateur (al. 1, let. a), mais ne protège pas contre son incapacité de discernement, ni contre la perte de l'exercice des droits civils. En effet, le droit suisse ne prévoit aucune protection de la bonne foi en relation avec l'exercice des droits civils, ce qui implique que nul n'est protégé dans la confiance qu'il a en la capacité d'autrui

¹²⁶ Voir à ce sujet l'art. 7 du projet de convention Unidroit; Etats-Unis: § 8–502; voir aussi § 8–510 UCC; Belgique: art. 10 du décret n° 62.

d'exercer ces droits¹²⁷. Cela vaut pour les papiers-valeurs dotés de la foi publique¹²⁸ et s'applique donc par analogie à l'acquisition de titres intermédiés. L'acquisition de bonne foi ne protège pas non plus contre la perte du pouvoir de disposer de l'aliénateur pour cause d'ouverture de faillite. Selon l'art. 204, al. 1, LP, sont nuls à l'égard des créanciers tous les actes par lesquels le débiteur aurait disposé, depuis l'ouverture de la faillite, de biens appartenant à la masse, peu importe que l'ouverture de la faillite ait déjà été publiée ou non¹²⁹. Cette règle doit aussi s'appliquer aux actes de dispositions sur des titres intermédiés accomplis après l'ouverture de la faillite (voir aussi l'art. 20, ch. 2.1.5.3 ci-dessus).

La bonne foi de l'acquéreur est présumée (art. 3, al. 1, CC), le moment déterminant étant celui de l'acquisition, c'est-à-dire celui où l'inscription des titres au crédit du compte de l'acquéreur a lieu, conformément à l'art. 24, ou celui où les conditions de la constitution de sûretés sont réunies, conformément aux art. 25 et 26. Il convient néanmoins de relever que l'acquéreur ne peut invoquer sa bonne foi si elle est incompatible avec l'attention que les circonstances permettaient d'exiger de lui (art. 3, al. 2, CC). De plus, les circonstances dont il faut tenir compte incluent aussi les conditions propres à une branche économique donnée¹³⁰. L'art. 3, al. 2, CC n'impose cependant pas d'obligation générale de se renseigner. Seul est tenu de le faire celui qui a des raisons d'avoir des soupçons¹³¹. Cette obligation vaut notamment dans les activités commerciales particulièrement exposées au risque de traiter des marchandises d'origine douteuse. Ce n'est clairement pas le cas du négoce des papiers-valeurs. Les systèmes de règlement de titres intermédiés sont organisés de manière à exclure presque complètement le risque d'actes de disposition effectués par des personnes non autorisées.

La protection de la bonne foi ne s'applique qu'en cas d'acquisition à titre onéreux. Ainsi, celui qui acquiert des titres intermédiés auprès d'une personne non autorisée par donation ne peut invoquer l'acquisition de bonne foi. Il est donc tenu de restituer ces titres acquis à titre gratuit (art. 29, al. 2). Cette exclusion des donations est justifiée par le fait que celles-ci ne mettent pas en jeu les intérêts de la sécurité des transactions. Le caractère onéreux d'une opération ne signifie pas nécessairement l'existence d'une contreprestation directe: le transfert de droits ou la constitution de sûretés sans contreprestation directe, par exemple au sein d'un groupe de sociétés ou en relation avec des transactions boursières, sont aussi des actes de transfert onéreux.

Al. 2

S'il n'est pas protégé dans son acquisition, l'acquéreur est tenu de restituer des titres intermédiés en même nombre et de même genre, conformément aux dispositions du CO sur l'enrichissement illégitime (art. 62 ss CO). En d'autres termes, le titulaire du compte est traité comme si l'acte de disposition défectueux n'avait jamais eu lieu

¹²⁷ Commentaire bernois-Bucher, art. 17/18 CC, ch. marg. 148; commentaire zurichois-Jäggi, art. 3 CC, ch. marg. 69; voir aussi ATF 55 II 157.

¹²⁸ Commentaire bernois-Bucher, art. 17/18 CC ch. marg. 116, 118, 148; commentaire zurichois-Jäggi, art. 3 CC, ch. marg. 69; commentaire zurichois-Jäggi, art. 965 CO, ch. marg. 142; ATF 89 II 391 (obiter); voir aussi concernant la cédule hypothécaire et la lettre de rente ATF 89 II 391.

¹²⁹ Voir aussi art. 204, al. 2, et art. 205, al. 2, LP, ainsi que ATF 115 III 111.

¹³⁰ Voir ATF 113 II 397.

¹³¹ Voir ATF 122 III 1, 100 II 8 consid. 4a, 83 II 133 consid. 1, 77 II 138, 38 II 468 consid. 2.

(*restitutio in integrum*). Cela n'est possible que si des titres intermédiés de même genre figurent encore au crédit du compte de titres de l'acquéreur. Si ce dernier en a déjà disposé, les prétentions en restitution se reportent sur la contreprestation reçue. Enfin, s'il s'est dessaisi des titres intermédiés sans avoir eu connaissance des prétentions en restitution dont ils faisaient l'objet et sans avoir obtenu de contreprestation, l'acquéreur peut faire valoir une exception de non-enrichissement (art. 64 CO). L'al. 2 n'oblige donc pas l'acquéreur à se procurer des titres intermédiés de même genre (voir al. 2, 2^e phrase).

D'autres prétentions fondées sur le CO sont réservées (al. 2, 3^e phrase). Elles peuvent reposer sur la gestion d'affaires sans mandat (art. 423, al. 1, CO) ou sur des actes illicites (art. 41 ss CO). Sont également envisageables des prétentions fondées sur des clauses contractuelles (art. 68 ss et art. 97 ss CO).

Le renvoi au CO figurant à l'al. 2 a pour effet d'exclure la revendication des titres intermédiés (art. 641, al. 2, CC) ou leur restitution selon les règles de la protection de la possession (art. 927 et 933 ss en relation avec art. 938 à 946 CC). Il existe plusieurs bonnes raisons de soumettre la restitution des titres aux principes du droit des obligations. En effet, selon l'approche du droit suisse, seules les choses transportables d'un lieu dans un autre et les forces naturelles susceptibles d'appropriation peuvent être l'objet de la propriété mobilière (art. 713 CC) et, partant, du droit de revendication. Or, les titres intermédiés sont certes des droits absolus, mais non des choses au sens du droit privé suisse. De plus, les règles de la protection de la possession ne valent elles aussi que pour la possession d'une chose, conception qui ne convient pas non plus à la détention intermédiée de papiers-valeurs. Toutefois, l'essentiel est que les dispositions du CO sur l'enrichissement illégitime sont judicieusement conçues et produisent des résultats appropriés.

Al. 3

La résolution des acquisitions défectueuses selon les règles du code des obligations présente des inconvénients surtout en cas de faillite de l'acquéreur tenu à restitution. En effet, le cas échéant, le titulaire du compte ne pourrait se prévaloir que d'une créance de troisième classe (art. 219 LP), ce qui est inconciliable avec la nature réelle des titres intermédiés (art. 3, al. 2). C'est pourquoi l'ayant droit s'est vu accorder la possibilité d'exiger la distraction de titres intermédiés de même genre (art. 242, al. 1, LP), à condition toutefois que de tels titres se trouvent effectivement dans la masse. Cette condition empêche que le droit de distraction soit étendu à la restitution de la contre-valeur des titres.

Al. 4

Les actions pour cause d'enrichissement illégitime et d'actes illicites, de même que les prétentions fondées sur la gestion d'affaires sans mandat, se prescrivent par un an à compter du jour où la partie lésée a eu connaissance de son droit (art. 67, al. 1, et art. 60, al. 1, CO). Cet inconvénient est corrigé par la fixation d'un délai de prescription uniforme de dix ans à compter du jour du débit valable pour toutes prétentions. L'art. 60, al. 2, CO est réservé.

Al. 5

Cet alinéa définit clairement les rapports entre l'acquisition de bonne foi et les possibilités d'extourne, en disposant que l'acquéreur des titres intermédiés ne pourra pas invoquer l'acquisition de bonne foi, dès lors que les conditions de l'extourne de

la bonification prévues à l'art. 28 sont remplies. Cette primauté des dispositions régissant l'extourne se justifie par le fait que celles qui concernent l'acquisition de bonne foi servent à protéger les relations juridiques. Les titulaires d'un compte qui se suivent directement dans une chaîne de transmission ne peuvent donc pas s'en prévaloir¹³². Il convient en effet de protéger d'abord la partie qui procède à l'acquisition auprès d'un intermédiaire. Cette restriction affectant l'acquisition de bonne foi ressort d'ailleurs de l'intégration de l'art. 29 dans section 3 de la LTI, qui règle les effets des actes de disposition portant sur des titres intermédiés à l'égard des tiers.

Art. 30 Rang

Le système des actes de disposition par inscription dans un compte de titres tel qu'il est prévu par la LTI ouvre la possibilité de constituer divers droits sur les mêmes titres intermédiés, comme c'est le cas pour les immeubles. Des droits en concurrence peuvent donc naître, par exemple, lorsque des titres intermédiés sont mis en gage plusieurs fois ou sont d'abord grevés d'un droit réel limité et ensuite aliénés en pleine propriété. Ce genre de situation requiert l'adoption de dispositions réglant les priorités entre droits concurrents.

Al. 1

Les conflits de priorité doivent être tranchés selon le principe de la priorité dans le temps: un droit sur des titres intermédiés a la priorité sur les autres droits dans la mesure où il a été constitué antérieurement. S'il s'agit d'un acte de disposition avec bonification des titres au compte de l'acquéreur, le moment déterminant est celui de la bonification (art. 24, al. 2). S'il s'agit de la constitution d'une sûreté par convention entre le titulaire du compte et le dépositaire, c'est la date de la conclusion de la convention qui fait foi (art. 25, al. 1, et art. 26, al. 1).

Al. 2

Conformément à l'art. 25, al. 1, une sûreté peut notamment être constituée par la conclusion, entre le titulaire du compte et le dépositaire, d'une convention accordant un pouvoir de disposition au bénéficiaire de la sûreté. Si cependant le dépositaire a précédemment conclu, en vertu de l'art. 26, al. 1, une autre convention portant constitution d'une sûreté sur les mêmes titres intermédiés en sa faveur, cette sûreté primera en application du principe de la priorité dans le temps. Toutefois, étant donné que son opposabilité aux tiers ne requiert pas de publicité et que, par conséquent, les tiers ne peuvent connaître l'existence de la sûreté, il en résultera une atteinte intolérable à la sécurité des transactions. C'est pourquoi l'al. 2 dispose qu'en dépit de son antériorité, la sûreté constituée en faveur du dépositaire selon l'art. 26 est réputée subordonnée à celle dont bénéficie le tiers conformément à l'art. 25, à moins que le dépositaire n'en signale expressément l'existence au tiers.

Al. 3

En matière de titres intermédiés, l'acquisition visée aux art. 24, 25 et 26 constitue certes le mode de transfert ordinaire au sens de la LTI, mais ce n'est pas le seul admis. En particulier, il est toujours possible de disposer de titres intermédiés par cession (art. 164 ss CO) et c'est pourquoi, afin de protéger les relations juridiques, les droits qu'une personne acquiert selon les dispositions de la LTI priment les droits

¹³² Pour art. 933 CC, voir aussi commentaire bernois-Stark, art. 933 CC, ch. marg. 3.

d'un cessionnaire, que la cession intervienne avant ou après l'acte de disposition par bonification. Cette priorité de l'acte de disposition selon la LTI est une condition nécessaire du bon fonctionnement du présent système législatif, dès lors que, selon le droit suisse, la cession produit ses effets sans publicité. En effet, si les acquéreurs de titres intermédiés devaient sans cesse craindre que des cessions ne puissent leur être opposées parce que prioritaires, il en résulterait une grave atteinte aux relations juridiques. Inversement, du moment que le cessionnaire doit s'attendre à tout moment qu'un acquéreur jouissant de droits prioritaires se présente, il en résulte, lors des transferts de titres hors du système de détention intermédiée, une forte incitation à procéder rapidement aux inscriptions en compte.

Al. 4

Le rang des droits sur les titres intermédiés prévu à l'al. 1 peut être modifié par accord entre les parties, en particulier sous la forme d'une déclaration de postposition. De tels accords n'ont d'effets qu'entre les parties.

2.1.7 Chapitre 6 Réalisation de sûretés

2.1.7.1 Vue d'ensemble

L'utilisation des valeurs mobilières du marché des capitaux en tant que sûretés est l'une des principales techniques de réduction des risques mises en œuvre sur les marchés financiers¹³³. Les sûretés ne valent toutefois jamais plus que ce que vaut la procédure permettant de les réaliser, d'où l'importance de la rapidité de la procédure. Or, la réalisation par les autorités chargées de l'exécution forcée ne satisfait pas à cette exigence de rapidité c'est pourquoi nombre de législations reconnaissent aux bénéficiaires de sûretés le pouvoir de les réaliser de gré à gré, pour autant que le prix puisse en être déterminé objectivement¹³⁴.

Selon le droit suisse, les accords qui donnent aux créanciers gagistes le droit de réaliser le gage par la voie privée sont en principe valables¹³⁵. Il est également permis de convenir de l'appropriation des sûretés par leur bénéficiaire, à condition que les intérêts du constituant soient eux aussi pris en compte de manière appropriée, ce qui est le cas lorsqu'il s'agit de titres qui ont un prix courant ou sont cotés en bourse, ou encore dont la valeur peut être déterminée objectivement par un autre moyen¹³⁶. D'ailleurs, lorsque le constituant est une banque ou un négociant en valeurs mobilières, l'art. 27, al. 3, LB garantit d'ores et déjà la validité des accords préalablement conclus en matière de réalisation de gré à gré de titres lorsque ceux-ci sont négociés sur un marché représentatif¹³⁷. Les art. 31 et 32 codifient cette pratique.

¹³³ Voir à ce sujet Committee on the Global Financial System, *passim*.

¹³⁴ Voir aussi art. 4 de la directive CE concernant les contrats de garantie financière (à ce sujet, voir ch. 1.3.2.2.3 ci-dessus).

¹³⁵ Voir p. ex. art. 324, al. 1, LP.

¹³⁶ ATF 119 II 344

¹³⁷ Voir à ce sujet commentaire bâlois LB-Hess/Künzi, art. 27, ch. marg. 22.

Al. 1

Let. a et b

Lorsqu'une sûreté sur des titres intermédiés négociés sur un marché représentatif a été constituée conformément aux dispositions de la LTI, son bénéficiaire a le droit de la réaliser de gré à gré aux conditions stipulées dans la convention relative à la sûreté selon deux modalités au choix: soit en vendant les titres intermédiés (let. a), soit en se les appropriant (let. b). Dans les deux cas, le produit de l'opération est imputé sur la créance garantie. L'appropriation a donc lieu uniquement aux fins de compensation des obligations financières couvertes, et non pour acquit de ces dernières. En d'autres termes, le bénéficiaire de la sûreté est tenu de rendre des comptes au constituant et de lui remettre l'éventuel excédent de réalisation, même en cas d'appropriation (art. 32, al. 2).

Un marché est réputé représentatif lorsqu'un nombre minimal de transactions portant sur des titres de même espèce et qualité sont conclues en un lieu déterminé, de sorte qu'un prix approprié peut être constaté pour les valeurs en question. Il n'est pas nécessaire que les titres intermédiés soient cotés en bourse ou qu'ils y soient négociés quotidiennement pour qu'un marché représentatif existe. Le fait que les transactions soient conclues au sein d'une infrastructure institutionnelle, telle que la bourse, ou en dehors d'une telle infrastructure, par exemple par le biais du négoce téléphonique, n'est pas non plus déterminant.

Al. 2

Le droit de réaliser les sûretés de gré à gré subsiste même lorsque le constituant fait l'objet d'une procédure d'exécution forcée ou d'une mesure d'assainissement ou de protection, de quelque genre que ce soit. La faillite du constituant est d'ailleurs de loin le plus important des cas entraînant la réalisation de sûretés. Le droit de réalisation de gré à gré ne serait donc guère utile s'il n'était pas applicable en cas de faillite. Les motifs invoqués par le Tribunal fédéral pour justifier sa jurisprudence contraire, parmi lesquels figure en particulier le principe de l'égalité de traitement des créanciers, ne s'opposent pas à cette disposition de la LTI. De fait, les conditions auxquelles la réalisation est soumise (obligation de rendre compte et de remettre l'excédent au constituant) excluent qu'elle puisse désavantager les autres créanciers.

Al. 3

Le droit dont jouit ou non le bénéficiaire d'une sûreté de réaliser cette dernière de gré à gré résulte non pas de la LTI, mais de la convention relative à la sûreté conclue entre les parties. C'est pourquoi le dépositaire n'a ni le droit ni l'obligation de vérifier si les conditions de la réalisation sont remplies.

Al. 4

S'il réalise les titres intermédiés sans que les conditions stipulées dans la convention relative à la sûreté ne soient remplies, le bénéficiaire de la sûreté répond des dommages qui en résultent pour le constituant.

Art. 32 Avertissement et décompte

Al. 1

La réalisation d'une sûreté doit être précédée d'un avertissement donné au constituant de la sûreté, afin qu'il puisse prendre les dispositions éventuellement nécessaires. Le délai et les modalités de l'avertissement sont fixés dans la convention relative à la sûreté. S'il est un dépositaire au sens de l'art. 4 ou un investisseur qualifié au sens de l'art. 5, let. d, le constituant de la sûreté peut renoncer à être averti de la réalisation de la sûreté.

Al. 2

Le bénéficiaire de la sûreté est tenu de rendre compte au constituant de la sûreté et de lui remettre l'éventuel excédent de la réalisation. L'appropriation aux fins d'acquit des obligations financières couvertes, telle qu'elle est prévue à l'art. 4, al. 1, de la directive CE concernant les contrats de garantie financière, est exclue, car elle est inconciliable avec l'art. 894 CC, selon lequel est nulle toute clause qui autoriserait le créancier à s'approprier le gage faute de paiement. Cette interdiction du pacte commissaire peut être considérée comme une caractéristique de l'ordre public suisse¹³⁸. Il convient toutefois de relever ici que selon l'art. 4, al. 3, de la directive CE concernant les contrats de garantie financière, les Etats membres de l'UE ne sont pas tenus de reconnaître l'appropriation, dans la mesure où leur droit ne l'autorisait pas au moment de l'entrée en vigueur de la directive.

2.1.8 Chapitre 7 Responsabilité du dépositaire

Art. 33 Responsabilité du dépositaire

L'art. 33 règle des points particuliers de la responsabilité du dépositaire en cas de dommages subis par le titulaire du compte, lorsque la conservation ou le transfert des titres sont confiés à des tiers. Il se limite donc pour l'essentiel à régler la responsabilité du dépositaire qui s'est légitimement substitué un sous-dépositaire (al. 2 [correspond à l'art. 399, al. 2, CO], 3 et 4), tandis que la responsabilité en cas de substitution indue, ainsi qu'en cas de prétentions du titulaire du compte ne se fondant pas sur la convention qui le lie au dépositaire (p. ex. pour acte illicite ou enrichissement illégitime), est soumise aux dispositions du CO (al. 1). L'art. 33 ne traite par conséquent pas non plus des prétentions du titulaire du compte à l'encontre du sous-dépositaire.

Al. 1

L'art. 33 n'a pas pour objet de régler exhaustivement la responsabilité contractuelle du dépositaire. Celle-ci dépend des dispositions pertinentes du code des obligations, dans la mesure où l'art. 33 n'en dispose pas autrement.

Al. 2

S'il détient des titres intermédiés auprès d'un sous-dépositaire, le dépositaire en répond conformément aux règles régissant la responsabilité du mandataire en cas de substitution (art. 399, al. 2, CO), pour autant qu'il soit autorisé à se substituer quel-

¹³⁸ Commentaire bâlois CC II-Bauer, art. 894, ch. marg. 19 s.

qu'un (art. 9) et que, compte tenu des circonstances entourant le cas particulier, l'exclusion de responsabilité visée à l'al. 3 ne s'applique pas. Cela signifie que le dépositaire ne répond que du soin avec lequel il a choisi le sous-dépositaire et lui a donné ses instructions. Toutefois, une fois posés ces principes de responsabilité repris du droit du mandat, l'al. 2 va au-delà en disposant que le dépositaire répond aussi du soin avec lequel il contrôle que ses critères de choix sont durablement respectés. Parmi ces critères peut figurer par exemple la notation du sous-dépositaire. Il va alors de soi que le dépositaire doit surveiller cette notation en permanence. Pour ce qui est des exigences applicables en matière de soin à apporter au choix et à l'instruction du sous-dépositaire, on se référera aux textes de doctrine et à la jurisprudence concernant l'art. 399, al. 2, CO¹³⁹. Si les conditions de l'art. 9 ne sont pas réunies et qu'il y a substitution induite, le dépositaire répond des actes du sous-dépositaire comme s'ils étaient siens (al. 1; voir art. 399, al. 1, CO).

Le fait de soumettre le dépositaire aux principes régissant la responsabilité en cas de substitution revient à lui accorder une forme de privilège, au demeurant justifié par de bonnes raisons. En effet, d'une part, le recours à des sous-dépositaires est aussi dans l'intérêt des titulaires de compte, ce critère étant d'ailleurs également à l'origine du privilège de responsabilité dans le droit du mandat¹⁴⁰. En particulier dans le domaine des transactions transfrontières, les titres étrangers ne pourraient souvent pas, sinon jamais, être détenus par des dépositaires nationaux à des coûts acceptables sans le concours de sous-dépositaires ou de dépositaires intermédiaires. D'autre part, ces sous-dépositaires sont généralement des entreprises indépendantes de leurs mandants et qui organisent la conservation des titres en toute autonomie et sous leur propre responsabilité. Il serait dès lors parfaitement illusoire de croire qu'une banque dépositaire puisse contrôler effectivement et efficacement des dépositaires centraux étrangers ou internationaux et influencer sur leur manière de remplir leur mandat. L'application des principes de la responsabilité en cas de substitution est donc bien adaptée aux conditions de la conservation et de la gestion transfrontières de papiers-valeurs.

Al. 3

Les dispositions sur la responsabilité de l'art. 33, al. 2, sont en principe impératives (al. 5), mais l'al. 3 prévoit la possibilité d'exclure la responsabilité, lorsque les titres intermédiés sont détenus par un tiers expressément désigné par le titulaire du compte, mais non recommandé par le dépositaire. Ce dernier ne peut en réalité répondre du soin avec lequel il choisit et instruit un sous-dépositaire que s'il entretient avec lui des relations d'affaires régulières. Dès lors, s'il acquiert des titres et veut les conserver dans un système juridique au sein duquel le dépositaire ne compte aucun correspondant régulier, le titulaire du compte doit en assumer les risques. Il en va de même si le dépositaire dispose d'un correspondant régulier, mais que le titulaire du compte exige expressément que les titres soient détenus par un autre sous-dépositaire. Selon les principes du droit du mandat, le dépositaire est néanmoins tenu, dans certaines circonstances, de mettre le titulaire du compte en garde contre les risques que comporte la conservation des titres dans le système juridique ou

¹³⁹ Commentaire bernois-Fellmann, art. 399 CO, ch. marg. 60 et 64.

¹⁴⁰ Voir à ce sujet commentaire bernois-Fellmann, art. 399 CO, ch. marg. 49; ATF 107 II 238, 112 II 345.

auprès du dépositaire en cause¹⁴¹. Enfin, toujours selon les principes du droit du mandat, l'exclusion de la responsabilité n'est possible que dans les limites fixées à l'art. 100 CO. Ces limites valent aussi pour l'exonération de la responsabilité du dépositaire en vertu de l'art. 33, al. 3.

Al. 4

Let. a et b

Même si la substitution est légitime, le dépositaire répond des actes fautifs du sous-dépositaire comme s'ils étaient siens dans la mesure où le sous-dépositaire assure pour lui, de manière indépendante et durable, l'intégralité de la gestion des titres ainsi que le règlement des opérations sur titres (let. a). S'agissant en effet dans ce cas d'une externalisation d'activités au sens de la circulaire de la CFB Externalisation d'activités (Outsourcing)¹⁴², il serait inapproprié que le dépositaire bénéficie du privilège de responsabilité découlant de l'al. 2. La responsabilité du dépositaire est engagée de même lorsque le sous-dépositaire forme une unité économique avec lui (let. b), ce qui est le cas notamment s'ils font partie du même groupe. Les rapports qu'ils entretiennent sont alors similaires à ceux découlant de l'externalisation et le privilège de responsabilité n'a pas non plus lieu d'être.

Al. 5

Les dispositions sur la responsabilité de l'art. 33 sont en principe impératives et il n'est pas permis d'y déroger par accord entre les parties, sauf si le titulaire du compte est lui-même un dépositaire au sens de l'art. 4, car il n'a alors pas besoin d'une protection particulière. Toutefois, dans ce cas également, les limites fixées à l'art. 100 CO doivent être observées.

2.1.9 Chapitre 8 Dispositions finales

Art. 34 Modification du droit en vigueur

L'adoption de la LTI requiert la modification de toute une série d'actes législatifs. Ces modifications sont réglées dans l'annexe de la loi.

Art. 35 Dispositions transitoires

L'art. 35 contient deux règles spéciales relative au droit intertemporel. Sauf disposition contraire de cet article, le droit transitoire se fonde sur le titre final du CC (tit. fin. CC), auquel la jurisprudence attribue une valeur générale de droit intertemporel¹⁴³. Il en résulte que les faits antérieurs à l'entrée en vigueur de la LTI continueront en principe d'être régis par l'ancien droit (art. 1 tit. fin. CC). L'acquisition de droits sur des papiers-valeurs en dépôt collectif, sur des certificats globaux ou sur des droits-valeurs dépendra donc des principes juridiques régissant les droits réels et la cession, dans la mesure où l'acte d'acquisition aura été conclu avant la date de

¹⁴¹ Voir ATF 124 III 162 consid. 3a; l'obligation de mise en garde est au contraire rejetée dans les ATF 122 III 32 consid. 4a et 119 II consid. 5.

¹⁴² Circulaire de la CFB 99/2 du 26 août 1999 (Externalisation d'activités (Outsourcing), ch. 2.

¹⁴³ ATF 99 Ib 150, 96 I 673

l'entrée en vigueur de la LTI, tandis que, dès cette date, les conditions de l'acquisition de droits sur des titres intermédiés se fonderont sur les dispositions de la LTI.

Dans la pratique, les problèmes de droit transitoire devraient être peu nombreux, car bien que l'ancienne et la nouvelle base légale diffèrent fondamentalement, dans les faits, on procède déjà largement par inscription au crédit d'un compte de titres. Cela signifie qu'un droit réel constitué sous l'empire de l'ancien droit par délégation de possession ou par déclaration de cession écrite satisfait généralement déjà aux exigences des art. 24 ss.

Al. 1

Lors de l'entrée en vigueur de la LTI, les papiers-valeurs en dépôt collectif et les certificats globaux inscrits au crédit d'un compte de titres auprès d'un dépositaire deviendront automatiquement des titres intermédiés. En revanche, pour ce qui est des droits-valeurs, la LTI ne leur sera applicable que si le dépositaire les inscrit au registre principal (art. 6, al. 1, let. c). C'est pourquoi les émetteurs de droits-valeurs inscrits au crédit de comptes de titres tenus par un dépositaire doivent, dans les six mois suivant l'entrée en vigueur de la loi, ouvrir chez ce dépositaire le registre principal visé à l'art. 6, al. 2, et y faire inscrire les droits-valeurs. Tant que cet inscription n'aura pas eu lieu, les droits-valeurs ne seront pas convertis en titres intermédiés et n'entreront par conséquent pas dans le champ d'application de la LTI (art. 2, al. 1).

Al. 2

Si des papiers-valeurs en dépôt collectif, des certificats globaux ou des droits-valeurs ont fait l'objet d'un acte de disposition avant l'entrée en vigueur de la LTI, ces actes de disposition conserveront leur validité en vertu des principes du droit intertemporel (art. 1 tit. fin. CC) et primeront donc sur tout droit constitué après l'entrée en vigueur de la loi. Si les actes de disposition en question satisfont aux exigences de la LTI (art. 24 s.), cela ne posera aucun problème, mais si ce n'est pas le cas, il en résultera une atteinte à la sécurité des transactions, tant il est vrai que le maintien pour une durée indéterminée de la validité de droits régis par l'ancienne législation, mais primant ceux constitués sous le nouveau droit, est de nature à remettre en question le bon fonctionnement de la LTI. Dans la pratique, ce problème concernera essentiellement le droit de gage et l'usufruit, car les transferts de droits de pleine propriété sont aujourd'hui déjà presque exclusivement assurés par des inscriptions au crédit de comptes de titres, satisfaisant ainsi aux exigences de la LTI. Les titulaires des droits constitués selon l'ancienne législation disposeront donc d'un délai de grâce de douze mois pour faire inscrire leurs droits conformément aux dispositions de la LTI. S'ils le font dans ce délai, leurs droits de gage et d'usufruit conserveront leur priorité de rang par rapport aux droits fondés sur la nouvelle législation. Si, au contraire, ils omettent de rendre leurs droits antérieurs opposables au tiers sous le nouveau droit, ces droits continueront certes d'exister, mais seront subordonnés à ceux constitués postérieurement conformément à la LTI. S'inspirant de l'art. 29 tit. fin. CC, cette réglementation a le mérite de protéger la sécurité des transactions sans intervenir plus que nécessaire sur le plan des droits réglés par la loi ancienne.

Art. 36 Référendum et entrée en vigueur

Al. 1

En application de l'art. 141, al. 1, let. a, Cst, la LTI sera sujette au référendum.

Al. 2

La LTI et la CLHTI doivent si possible entrer en vigueur simultanément. L'application du nouveau droit requiert en outre l'exécution de travaux préparatoires par les dépositaires, en particulier l'adaptation des contrats de dépôt et d'autres documents. Le Conseil fédéral en tiendra compte pour fixer la date d'entrée en vigueur.

2.1.10 Modification du droit en vigueur

Code civil¹⁴⁴

Art. 901, al. 3 (nouveau)

L'art. 901 CC règle les conditions de l'engagement de papiers-valeurs. Le nouvel art. 901, al. 3, CC établit clairement que l'engagement de titres intermédiés est régi exclusivement par les dispositions de la LTI (art. 24 s.). Il ne requiert donc pas l'établissement d'un acte constitutif de gage en la forme écrite, au sens de l'art. 900 CC. Une telle exigence non seulement irait à l'encontre des besoins relatifs à la sécurité des transactions, mais encore serait en opposition avec l'art. 3, al. 1, de la directive CE concernant les contrats de garantie financière.

Loi du 25 juin 1930 sur l'émission de lettres de gage¹⁴⁵

Art. 7

La loi du 25 juin 1930 sur l'émission de lettres de gage (LLG) contient aux art. 7 ss des dispositions sur la forme et le contenu des lettres de gage. Certes, ni la loi ni l'ordonnance du 23 janvier 1931 sur l'émission de lettres de gage (OLG; RS 211.423.41), à son art. 7, n'imposent la titrisation des lettres de gage. Il ressort néanmoins clairement des dispositions sur le transfert des lettres de gage que le législateur se référerait à des lettres de gages titrisées. L'art. 9, qui dispose que les organes responsables doivent munir les lettres de gage de la mention que la couverture légale existe, présuppose lui aussi manifestement que les lettres de gage soient émises sous la forme de papiers-valeurs ou de certificats globaux. Ainsi, dans sa formulation actuelle, la loi exclut de fait l'émission de lettres de gage sous la forme de droits-valeurs. L'adoption de la LTI est donc une excellente occasion de remanier la LLG, en veillant à la rendre neutre sur le plan technologique et en prévoyant aussi la possibilité d'émettre des lettres de gage sous la forme de simples contrats de prêt écrits.

¹⁴⁴ RS 210

¹⁴⁵ RS 211.423.4

Al. 1

Les lettres de gage peuvent être émises sous la forme aussi bien de papiers-valeurs et de certificats globaux que de droits-valeurs. Elles peuvent en outre être nominatives (en tant que titres à ordre) ou au porteur. Cette disposition correspond à l'actuel art. 7, al. 2, 1^{re} phrase, LLG. Il est tout à fait indiqué de faire également la distinction entre les titres nominatifs et les titres au porteur pour les titres en détention intermédiaire, les premiers se différenciant des seconds par le fait que leur ayant droit sur le plan matériel doit être inscrit dans un registre ad hoc (semblable au registre des actions).

Al. 2

L'exigence résultant de l'actuel art. 7, al. 2, 1^{re} phrase, LLG (donner à la lettre de gage les caractéristiques d'un papier-valeur) s'explique par le besoin ressenti à l'époque de l'adoption de la loi de concevoir la lettre de gage comme un objet de négoce, afin d'en accroître l'attrait. De nos jours, le besoin exprimé en particulier par les gros investisseurs individuels est plutôt de simplifier l'émission des lettres de gage et d'avoir la possibilité de remplacer l'émission d'un papier-valeur ou d'un certificat global, ou encore la constitution d'un droit-valeur, par la conclusion, entre la centrale et le créancier, d'un simple contrat de prêt écrit, sans clause de papier-valeur. Les formes possibles d'émission d'une lettre de gage seront donc élargies à ce genre de contrat. Hormis le nouvel art. 7, al. 1, LLG, toutes les autres dispositions de la loi relatives à la lettre de gage s'appliqueront à cette nouvelle forme de lettre de gage. En particulier, les dispositions sur la garantie des lettres de gage, autrement dit sur leur couverture légale au sens des art. 14 ss LLG, seront les mêmes que pour les lettres de gage visées au nouvel art. 7, al. 1, LLG. Ces dispositions vaudront donc aussi bien pour les formes de lettres de gage sans clause de papier-valeur que pour celles avec clause de papier-valeur, soit pour toutes les formes prévues de lettres de gage.

Al. 3 à 5

Lorsqu'elle émettra des lettres de gage intermédiaires nominatives, la centrale devra tenir ou faire tenir un registre où sont inscrits les noms des propriétaires et des usufruitiers des lettres de gage en question. Les dispositions relatives à ce registre s'inspirent directement de l'art. 686, al. 1, 2 et 4, CO concernant le registre des actions.

Art. 8

L'art. 8 LLG en vigueur comprend des dispositions sur le contenu des lettres de gage. Etant donné qu'il est plus judicieux de régler cette matière au niveau de l'ordonnance, l'art. 8 révisé constituera la norme de délégation correspondante.

Art. 9

L'actuel art. 9 LLG prévoit que la couverture des lettres de gage doit être constituée avant leur émission et dûment attestée sur les lettres de gage elles-mêmes, matérialisées sur papier. Cette disposition relative à la couverture légale doit être maintenue, mais s'appliquer aussi aux lettres de gage émises sous la forme de droits-valeurs dématérialisés. La nouvelle formulation plus souple de l'art. 9 tient dûment compte

de cette exigence, dans la mesure où l'existence de la couverture légale ne doit plus impérativement être attestée sur la lettre de gage elle-même.

Code des obligations¹⁴⁶

Art. 470, al. 2^{bis} (nouveau)

Selon l'art. 15, al. 3, LTI, l'instruction portant exécution d'un acte de disposition sur des titres intermédiés sera irrévocable dès que le dépositaire aura débité le compte de titres du titulaire, alors que selon le droit en vigueur, dans le trafic des paiements sans numéraire, l'irrévocabilité n'intervient normalement qu'au moment de l'inscription au crédit du compte du destinataire¹⁴⁷. En effet, le traitement juridique du trafic des paiements sans numéraire repose essentiellement sur le droit du mandat et sur l'institution de l'assignation (art. 466 ss CO)¹⁴⁸. Concrètement, celui qui paie (assignant) donne à sa banque (assigné) l'autorisation (et le mandat) de remettre une certaine somme au destinataire du paiement (assignataire). Si l'assignant et l'assignataire ne disposent pas de comptes auprès de la même banque et que, par conséquent, une autre banque est impliquée, le virement a lieu en plusieurs étapes (virement en chaîne). Réputé ne constituer qu'un seul acte juridique, le virement en chaîne se fonde sur des contrats de giro bancaire autonomes soumis aux règles de droit régissant le mandat, contrats dans lesquels les banques s'engagent à assurer le trafic des paiements sans numéraire du client et, en particulier, à effectuer et recevoir des virements pour lui¹⁴⁹. Or, l'assignataire n'acquiert de créance direct sur l'assigné que lorsque ce dernier lui a notifié son acceptation (art. 468, al. 1, CO). De plus, selon l'art. 470, al. 1, CO, l'assignant peut en principe révoquer l'assignation, qui ne devient irrévocable que lorsque l'assigné a notifié son acceptation à l'assignataire (art. 470, al. 2, CO). Enfin, selon la doctrine et la jurisprudence, le droit de révocation est impératif: l'assignant ne peut y renoncer à l'avance¹⁵⁰.

Cette irrévocabilité tardive est inappropriée, surtout en ce qui concerne le trafic des paiements comportant des virements en chaîne. En effet, lorsqu'un paiement est effectué en relation avec une opération sur papiers-valeurs, l'irrévocabilité du volet titres de la transaction (voir art. 15, al. 3, LTI) est antérieure à celle du volet liquidités. Cet état de fait est inopportun du point de vue tant du contrôle des risques que de la protection des systèmes de règlement. Il est en outre inconciliable avec les dispositions légales applicables en matière de surveillance, qui prévoient généralement, lorsque des systèmes de paiement et des systèmes de règlement d'opérations sur titres sont en jeu, la simultanéité de la livraison et du paiement (livraison contre paiement, *delivery versus payment*, DVP). A cela s'ajoute que, dans la plupart des cas, l'automatisation du trafic des paiements ne permet plus d'intervenir après que le compte de l'assignant a été débité, même si l'instruction en est donnée. L'art. 470, al. 2, CO fait donc figure d'anachronisme du point de vue du trafic des paiements sans numéraire tel qu'il se présente aujourd'hui. La comparaison avec d'autres systèmes juridiques montre également que les règles régissant le trafic des paiements

¹⁴⁶ RS 220

¹⁴⁷ Voir entre autres Hess, 102 s., 111; autre point de vue: von der Crone, 36 ss.

¹⁴⁸ Voir ATF 121 III 310 ss, consid. 3a, 124 III 253, consid. 3a., et, entre autres, Bettschart, 94 ss, 141 ss.

¹⁴⁹ ATF 111 II 447 consid. 1

¹⁵⁰ ATF 127 III 557, 122 III 244

en vigueur de longue date tendent à autoriser la révocation aussi longtemps que les établissements financiers impliqués peuvent intervenir dans le déroulement de l'opération, tandis que les lois plus récentes partent du principe que les règles des systèmes de paiement priment. Ainsi, tant les lois que les contrats modernes prévoient que l'irrévocabilité doit intervenir au moment du débit¹⁵¹.

L'art. 470, al. 2^{bis}, CO dispose donc que l'assignation dans le trafic des paiements sans numéraire sera irrévocable aussitôt que l'assigné aura débité le montant du virement (ou sa contre-valeur, s'il s'agit d'un paiement en monnaie étrangère) du compte de l'assignant. Toute comptabilisation au passif du compte de l'assignant est considérée comme un débit, pour autant qu'elle revête un caractère définitif au regard des règles du système de comptabilité utilisé ou du coefficient de couverture, ou encore qu'elle se présente comme une manifestation de la volonté de l'assigné¹⁵², ce qu'il y a toujours lieu d'admettre lorsqu'elle est associée à une assignation faite à la banque de l'assignataire ou à un établissement intermédiaire. Dans ce cas, la banque assignée aura agi d'une manière qui exclut toute révocation. L'irrévocabilité naîtra au moment du débit du compte de l'assignant, même si ce dernier et l'assignataire ont tous deux leur compte auprès de la même banque et que le virement est donc purement interne.

Le champ d'application matériel de ce nouvel alinéa complétant l'art. 470 CO se limite aux assignations s'inscrivant dans le cadre du trafic des paiements sans numéraire, terme par lequel on désigne le transfert de monnaie scripturale par inscription au débit et au crédit de comptes¹⁵³. Il y a lieu de souligner que l'on parle également de trafic des paiements sans numéraire lorsque le virement en chaîne débute par un versement en espèces au guichet, car la somme versée est ensuite comptabilisé sur un compte collectif.

L'art. 470, al. 2^{bis}, CO a valeur de disposition impérative, sous réserve de dérogations fondées sur les règles des systèmes de paiement, susceptibles aussi bien d'avancer que de reculer l'irrévocabilité de l'assignation. C'est le cas en particulier du système de recouvrement direct LSV (acronyme de sa désignation allemande *Lastschriftverfahren*), dans lequel le débit est ordonné par le bénéficiaire, mais ne devient définitif que si le titulaire du compte débité n'y fait pas opposition dans un délai donné. La réglementation proposée ne touche pas à ce droit d'opposition. Des systèmes de paiement officiels, tels que le Swiss Interbank Clearing (SIC) ou le système des cartes de crédit et des cartes de débit, peuvent aussi donner lieu à des dérogations à l'art. 470, al. 2^{bis}, CO, pour des raisons fonctionnelles ou opérationnelles. Etant donné qu'il est impossible de prévoir ce que nous réserve l'avenir dans ce domaine, il aurait été inopportun de préciser la notion de «système de paiement» dans la loi elle-même. Nul doute toutefois qu'elle n'inclue aussi le système de paiement de la Poste.

¹⁵¹ Voir aussi la proposition de directive CE concernant les services de paiement dans le marché intérieur et modifiant les directives 97/7/CE, 2000/12/CE et 2002/65/CE, du 1^{er} décembre 2005 (COM(2005) 603 définitive), art. 65 en relation avec l'art. 54.

¹⁵² Voir à ce sujet le cas analogue du caractère de titre que revêtent les données enregistrées sur des supports lisibles par machine, à l'art. 110, ch. 5, al. 1 *in fine*, CP, ainsi que ATF 116 IV 334.

¹⁵³ Voir à ce sujet le message concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, FF 2002 5645, ainsi que Boemle/Gsell, 151 s. (mot-clé «Trafic des paiements sans numéraire»); Giovanoli, *passim*.

Art. 622, al. 1

L'art. 622, al. 1, 2^e phrase, CO établit clairement que les actions émises sous forme de titres intermédiés peuvent être nominatives ou au porteur. En effet, le système de détention intermédiée ne doit pas porter préjudice à l'émission d'actions selon les principes du droit de la société anonyme. Les actions au porteur et les actions nominatives se distinguent non seulement du point de vue du droit des papiers-valeurs (actions au porteur comme titres au porteur, actions nominatives comme titres à ordre), mais aussi quant à leurs effets. Ces distinctions doivent être maintenues.

Art. 627, ch. 14 (nouveau)

Selon l'art. 7, al. 2, LTI, le titulaire d'un compte ne peut exiger de l'émetteur qu'il convertisse en droits-valeurs les titres intermédiés créés par dépôt d'un certificat global ou par inscription de droits-valeurs dans un registre principal que si les conditions de l'émission ou les statuts de la société le prévoient expressément. Ce droit relève donc du contenu dispositif des statuts et c'est pourquoi l'art. 627 doit être complété par le ch. 14. L'art. 7, al. 2, 2^e phrase, LTI précise en outre que les frais de conversion seront à la charge du titulaire du compte, à moins que les conditions de l'émission ou les statuts de la société n'en disposent autrement. Il en résulte que si elle déroge à l'art. 7, al. 2, 2^e phrase, LTI, la répartition des frais occasionnés par la conversion doit aussi être réglée dans les statuts.

S'il a droit à l'établissement de papiers-valeurs ou s'il a des papiers-valeurs en détention intermédiée, le titulaire du compte pourra exiger que ces titres lui soient remis conformément à l'art. 8, al. 1, LTI.

Art. 685f, al. 1

Selon l'art. 24, al. 4, LTI, les actes de disposition portant sur des actions nominatives liées ne peuvent être accomplis que sous réserve des dispositions pertinentes du droit de la société anonyme. Ainsi, pour ce qui est des actions nominatives suisses, en vertu du droit en vigueur, la LTI ne serait seule à régler le transfert des droits que lors de l'acquisition *en bourse* d'actions nominatives liées *cotées en bourse* puisque dans le cas de l'acquisition *hors bourse* d'actions nominatives liées, *cotées* ou *non cotées*, il y aurait lieu d'observer aussi les exigences des art. 685c (approbation du transfert par la société) et 685f, al. 1, 2^e phrase, CO (dépôt, auprès de la société, d'une demande de reconnaissance comme actionnaire par l'acquéreur et reconnaissance par la société)¹⁵⁴. Alors qu'en ce qui concerne les actions nominatives non cotées, ces dispositions pourraient être reprises, dans le cas de l'acquisition hors bourse de titres cotés en bourse, la réserve en faveur des règles du droit de la société anonyme porterait atteinte aux relations juridiques. De plus, le droit en vigueur est compliqué et difficile à expliquer, en particulier dans les relations internationales. C'est pourquoi le nouvel art. 685f, al. 1, CO abolit la distinction entre l'acquisition en bourse et l'acquisition hors bourse d'actions nominatives liées cotées en bourse, réglant ainsi l'acquisition de ce type d'actions de manière uniforme. Concrètement, cela signifie que l'acquéreur d'actions nominatives cotées en bourse deviendra actionnaire dès que le transfert selon les règles du droit des papiers-valeurs sera achevé, quelles que soient les modalités d'acquisition – en bourse ou hors bourse –

¹⁵⁴ Voir ch. 2.1.6.1 ci-dessus.

et indépendamment de tout acte juridique de la société¹⁵⁵. Toutefois, jusqu'à ce que cette dernière le reconnaisse comme actionnaire, l'acquéreur ne pourra exercer que ses droits patrimoniaux, et non le droit de vote (art. 685*f*, al. 2, CO).

Art. 973a (nouveau)

L'existence d'un système de détention intermédiée de papiers-valeurs présuppose l'immobilisation de papiers-valeurs dans un dépôt collectif ou par réunion dans un certificat global, ou encore leur dématérialisation. La LTI ne règle toutefois que les questions d'intermédiation, ce qui implique que les titres en question aient été préalablement soustraits à la circulation physique par immobilisation ou par dématérialisation¹⁵⁶. Le dépôt collectif, le certificat global et les droits-valeurs sont donc réglés dans les nouveaux art. 973*a*, 973*b* et 973*c* CO.

Certes, l'art. 973*a*, al. 1, CO relève plus particulièrement du droit du dépôt, tandis que les al. 2 et 3 du même article, ainsi que l'art. 973*b* CO, contiennent des normes de droit réel, mais les notions de dépôt collectif, de certificat global et de droit-valeur modifient si profondément celle de papier-valeur qu'il paraît justifié d'ajouter ces nouveaux articles aux dispositions générales du droit des papiers-valeurs (titre trente-troisième, chapitre premier). De plus, l'art 973*c* CO, qui définit les droits-valeurs du point de vue de leur contenu, ne serait à sa place ni avec les dispositions du droit du dépôt ni avec celles du droit réel. Enfin, même si elle peut sembler logique, l'intégration de ces articles dans la LTI n'entre pas en considération. En effet, d'une part, le champ d'application des art. 973*a* ss CO quant aux personnes et aux biens est plus large que celui de la LTI, car ces articles valent aussi pour la détention de papiers-valeurs par des intermédiaires qui ne sont pas des dépositaires au sens de la LTI; d'autre part, les droits sur les papiers-valeurs en dépôt collectif, sur les certificats globaux et sur les droits-valeurs nés en vertu des art. 973*a* ss CO, ainsi que les conditions et les effets juridiques de leur transfert sont suspendus dès que les titres entrent dans le champ d'application de la LTI du fait qu'ils sont mis en dépôt chez un dépositaire et inscrits au crédit d'un compte de titres. Il est donc préférable, pour des raisons de clarté, que les concepts de dépôt collectif, de certificat global et droit-valeur ne soient pas réglés dans la LTI.

Al. 1

Selon l'art. 484, al. 1, CO, le mélange de choses fongibles avec d'autres de même espèce et qualité n'est admis qu'avec l'autorisation expresse du déposant, car il instaure de par la loi des rapports de copropriété qui modifient la position juridique du déposant. Or, en ce qui concerne les papiers-valeurs, le dépôt collectif est désormais devenu la norme, sans compter que dans le cas de papiers-valeurs fongibles, se voir restituer un papier-valeur déterminé ne présente en principe aucun intérêt particulier pour le déposant. C'est pourquoi, présumant que la personne qui dépose des papiers-valeurs fongibles est d'accord qu'ils soient conservés dans un dépôt collectif, la loi renonce à obliger le dépositaire à en obtenir l'autorisation expresse. Si le déposant n'est pas d'accord que ses papiers-valeurs soit détenus dans un dépôt collectif, ce sera à lui d'en demander expressément la conservation séparée.

¹⁵⁵ Forstmoster/Meier-Hayoz/Nobel, § 44, ch. marg. 216.

¹⁵⁶ Voir à ce sujet ch. 2.1.1.1 ci-dessus.

Al. 2

Le mélange de papiers-valeurs fongibles de même espèce et qualité (c.-à-d. d'une même émission) dans un dépôt collectif établi, de par la loi, des rapports de copropriété entre les déposants (art. 727, al. 1, CC, art. 484 al. 1, CO)¹⁵⁷. Au droit de propriété individuel du déposant sur ses papiers-valeurs se substitue une part de copropriété sur l'ensemble des titres du même genre conservés collectivement. C'est ce que confirme l'al. 2. La quote-part du déposant sera proportionnelle à la valeur nominale ou, à défaut (p. ex. pour les actions sans valeur nominale), au nombre des titres déposés.

Al. 3

La doctrine a développé, en relation avec le dépôt collectif de papiers-valeurs, la notion juridique de copropriété modifiée et labile¹⁵⁸: modifiée parce que, contrairement à la copropriété ordinaire, les relations juridiques établies entre les intéressés ne sont que théoriques et que les copropriétaires ne se connaissent pas; labile parce que son partage peut avoir lieu à la demande d'un seul déposant, sans le concours des autres copropriétaires. Cette forme particulière de copropriété, qui ne correspond pas entièrement au modèle découlant des art. 646 ss CC, notamment en ce qui concerne le partage, est reconnue légalement. Le déposant aura donc le droit d'exiger à tout moment, sans le concours ni le consentement des autres déposants, la remise non pas des mêmes papiers-valeurs qu'il a concrètement déposés, mais de papiers-valeurs correspondant à sa quote-part de propriété sur l'ensemble des titres du dépôt.

Art. 973b (nouveau)

Al. 1

Le certificat global regroupe en un seul titre tous les droits individuels découlant d'une émission déterminée, tout en sauvegardant l'indépendance de ces droits¹⁵⁹. Ont également valeur de certificats globaux les titres collectifs, dans lesquels sont matérialisés plusieurs droits individuels, mais non tous les droits, découlant d'une émission déterminée. De plus, l'art. 973b CO s'appliquera tant aux certificats globaux durables, qui ne donnent pas droit à l'établissement de titres individuels¹⁶⁰, qu'aux certificats globaux techniques, dont les conditions d'émission précisent que les déposants peuvent exiger à tout moment la remise ou l'impression gratuite de titres ou de certificats individuels¹⁶¹.

Les certificats globaux offrent de gros avantages pratiques par rapport aux papiers-valeurs, en termes à la fois d'impression, de conservation et de transfert. C'est pourquoi le débiteur (émetteur) aura le droit d'émettre un certificat global ou de remplacer des papiers-valeurs fongibles par un certificat global, pour autant que les conditions de l'émission ou les statuts de la société le prévoient ou, à défaut, que les déposants aient donné leur consentement. Pour des raisons évidentes, un certificat global ne pourra se substituer qu'à des papiers-valeurs conservés auprès d'un même dépositaire. Par ailleurs, même si la loi ne le précise pas expressément, l'émetteur

¹⁵⁷ Commentaire zurichois-Haab Simonius/Scherrer/Zobl, art. 727 CC, ch. marg. 94b.

¹⁵⁸ Voir à ce sujet ch. 1.2.2 ci dessus.

¹⁵⁹ Voir à ce sujet ch. 1.2.3 ci-dessus.

¹⁶⁰ Voir art. 22 RC.

¹⁶¹ Zobl/Lambert, 117 ss, en particulier 128.

pourra aussi procéder à l'opération inverse et remplacer un certificat global par des papiers-valeurs individuels. S'ils ne sont pas remis aux déposants, ces titres individuels resteront détenus en dépôt collectif par le dépositaire.

Al. 2

Le certificat global est un papier-valeur de même espèce que les droits individuels qu'il incorpore. Si ces derniers sont des actions au porteur, le certificat global est un titre au porteur, s'il s'agit d'actions nominatives, c'est un titre à ordre. De plus, étant donné que le certificat global restera un titre matérialisé, les dispositions du droit des papiers-valeurs et du droit réel lui seront en principe applicables¹⁶². Comme pour le dépôt collectif, les déposants seront donc copropriétaires du certificat global, chacun à hauteur de sa part de titres. La seule différence consiste en l'objet de la copropriété: alors qu'avec le dépôt collectif, les déposants sont copropriétaires d'une multitude de papiers-valeurs, avec le certificat global, la copropriété ne portera que sur un seul titre¹⁶³.

Art. 973c (nouveau)

En Suisse, le concept de droit-valeur a certes été légalement reconnu dans l'art. 2, let. a, LBVM, mais ses contours restent aussi flous que son champ d'application. L'art. 973c fixe les points principaux du régime juridique auquel les droits-valeurs seront soumis.

Al. 1

De même qu'il pourra remplacer des papiers-valeurs par un certificat global, l'émetteur aura le droit de substituer des droits-valeurs à des papiers-valeurs ou à des certificats globaux conservés par un même dépositaire, pour autant que, dans ce cas également, les conditions de l'émission ou les statuts de la société le prévoient ou que les déposants aient donné leur consentement. Il pourra aussi émettre des droits-valeurs, aux mêmes conditions.

Al. 2

Les droits-valeurs étant dématérialisés, l'élément corporel leur fera entièrement défaut. L'attribution des droits résultera donc non pas de la possession du titre, comme c'est le cas pour les papiers-valeurs, mais des livres du débiteur. C'est pourquoi ce dernier aura l'obligation de tenir un registre des droits-valeurs qu'il émet, dans lequel il inscrira le nombre et la valeur nominale de ces droits-valeurs, ainsi que leurs créanciers. La comptabilité du débiteur pourra servir de registre, à condition que toutes les indications nécessaires en ressortent. Le registre ne sera pas public.

Al. 3

Un papier-valeur de foi publique naît avec l'établissement du titre et son émission¹⁶⁴, le contrat d'émission présupposant en outre la remise du titre¹⁶⁵. De même, pour transférer la propriété d'un papier-valeur ou le grever de quelque autre droit réel, il faut aussi, dans tous les cas, transférer la possession du titre (art. 967, al. 1,

¹⁶² Meier-Hayoz/von der Crone, § 25, ch. marg. 26; Zobl/Lambert, 127.

¹⁶³ Zobl/Lambert, 128.

¹⁶⁴ Meier-Hayoz/von der Crone, § 3, ch. marg. 10 ss.

¹⁶⁵ Meier-Hayoz/von der Crone, § 3, ch. marg. 23.

CO). Or, un tel transfert de la possession est exclu dans le cas d'un droit-valeur. C'est pourquoi l'al. 3 dispose que les droits-valeurs seront créés par l'inscription dans le registre et n'existeront que dans la mesure de cette inscription. Ainsi, l'inscription dans le registre remplacera le transfert de la possession du titre aussi bien lors de l'émission que du transfert des droits.

Al. 4

Alors que l'inscription au registre a un effet constitutif aux fins de la création de droits-valeurs, leur transfert par acte juridique s'inscrit dans le cadre de la succession à titre particulier et obéit aux principes du droit de la cession (art. 164 ss CO). Il requiert donc, en particulier, une déclaration de cession écrite (art. 165, al. 1, CO). Le nantissement des droits-valeurs sera soumis quant à lui aux règles de l'engagement de créances (art. 900 CC).

Loi fédérale du 11 avril 1889 sur la poursuite pour dettes et la faillite¹⁶⁶

Art. 287, al. 3 (nouveau)

Les conventions relatives aux sûretés conclues entre intermédiaires financiers prévoient fréquemment que le constituant doit fournir une sûreté complémentaire si la valeur actuelle de la sûreté initiale descend au-dessous d'un seuil donné. Il est fréquent également qu'elles lui accordent le droit de remplacer des papiers-valeurs déterminés par d'autres de même valeur (sûreté de remplacement). Le constituant peut ainsi continuer à disposer des papiers-valeurs servant de sûreté, sans que la valeur de cette dernière ne soit diminuée. Solidement ancrés dans la pratique, de tels accords permettent d'augmenter la liquidité du marché des papiers-valeurs, contribuant ainsi à la stabilité des marchés financiers.

Or, si des sûretés complémentaires ou de remplacement sont constituées durant la période suspecte (art. 285 ss LP), le risque existe que les créanciers du failli en exigent la révocation. C'est pourquoi un nouvel alinéa précise que, lorsqu'ils sont convenus à l'avance, le complément apporté à une sûreté en cas de modification de la valeur de la sûreté ou du montant de la dette garantie ou le remplacement d'une sûreté par une autre sûreté de même valeur ne constitueront pas des actes révocables au sens de l'art. 287, al. 1, ch. 1, LP, même si la sûreté complémentaire ou de remplacement est constituée pendant la période suspecte. Toutefois, si elles sont constituées dans l'intention de favoriser leur bénéficiaire au détriment des autres créanciers, alors que la solvabilité du constituant se détériore, les sûretés complémentaires resteront révocables.

Le complément apporté à l'art. 287 LP s'inspire de l'art. 8, al. 3, de la directive CE concernant les contrats de garantie financière. De fait, l'art. 287, al. 3, LP correspond à la pratique en vigueur, mais l'état de droit actuel manque de transparence. Dans l'intérêt de la sécurité du droit et de la compétitivité de la place financière suisse, des dispositions claires s'imposent.

Loi du 8 novembre 1934 sur les banques¹⁶⁷

Art. 17 (abrogé)

L'art. 17 LB est une disposition spéciale réglant l'engagement par les banques de valeurs qu'elles ont reçues en nantissement (sous-nantissement), dans le sens d'une restriction par rapport aux dispositions générales du droit civil applicables en la matière (art. 887 CC). Or, le cas de loin le plus fréquent couvert par cet article, à savoir l'engagement de titres intermédiés, est intégralement réglé dans l'art. 17 LTI. Pour le reste, la protection des choses reçues en nantissement dont dispose l'art. 887 CC est amplement suffisante. Etant désormais obsolète, la disposition spéciale de la LB, qui fait au demeurant figure de corps étranger dans cette loi, doit être abrogée.

Art. 37d Distraction des valeurs déposées

Les règles en matière de distraction fixées aux art. 17 à 19 LTI s'appuient étroitement sur celles de la législation bancaire en vigueur (art. 37d LB), tout en étant retraits aux titres intermédiés. La formulation dans la LTI est cependant de loin plus détaillée que dans la LB. Avec sa cascade de dispositions allant, en cas de découvert, jusqu'à la répartition proportionnelle de ce dernier entre les titulaires d'un compte non entièrement désintéressés et à leur droit à une créance compensatoire, la LTI crée en particulier davantage de clarté et assure une plus grande sécurité du droit que l'art. 37d LB. Or, les valeurs déposées couvertes par l'art. 37d LB sont pour l'essentiel les titres intermédiés, dont la distraction est désormais réglée exclusivement par la LTI. Parmi les valeurs déposées économiquement significatives, dont la distraction reste soumise au droit bancaire, figurent en particulier les placements fiduciaires des banques et les dépôts de métaux précieux. Cela n'aurait toutefois pas de sens que, lors d'une procédure de faillite bancaire – pratiquement le seul cas envisageable d'application des dispositions de distraction selon la LTI –, deux réglementations différentes figurant dans deux lois différentes soient applicables. Les dispositions relatives à la distraction de la LB et de la LTI doivent par conséquent être harmonisées. La réglementation détaillée de la distraction prévue dans la LTI correspond à l'interprétation faite actuellement de l'art. 37d LB¹⁶⁸ et peut être appliquée par analogie à toutes les valeurs déposées devant être distraites en vertu de la législation bancaire. C'est pourquoi, en ce qui concerne les valeurs déposées visées à l'art. 16 LB, qui ne sont pas déjà des titres intermédiés, l'art. 37d LB renvoie aux art. 17 à 19 LTI.

2.2 Convention de La Haye sur les titres intermédiés

2.2.1 Principes directeurs du projet

2.2.1.1 Etat des lieux

A ce jour, la Convention de La Haye sur les titres intermédiés (CLHTI) constitue la tentative d'uniformisation du droit international privé (DIP) la plus aboutie dans le

¹⁶⁷ RS 952.0

¹⁶⁸ Voir Bodmer/Kleiner/Lutz, art. 37d LB, ch. marg. 6 ss.

domaine des titres détenus auprès d'intermédiaires. Au contraire de la loi sur les titres intermédiés (LTI), cette Convention n'établit aucune règle de droit matériel. Elle contient en revanche des règles permettant de déterminer le droit matériel devant être appliqué lors de transactions internationales portant sur des titres (règles de conflit de lois). Comme le volume des transactions réalisées au niveau international est particulièrement élevé dans le domaine des titres détenus auprès d'intermédiaires, les règles de conflit de lois revêtent une importance primordiale dans ce domaine. En outre, l'insécurité juridique est particulièrement élevée dans ce domaine, car l'intermédiation des titres a eu pour conséquence qu'il n'est aujourd'hui souvent plus possible de déterminer le droit applicable au moyen de la règle traditionnelle dite de la *lex chartae sitae*, ou tout au moins plus possible de le faire avec la prévisibilité nécessaire.¹⁶⁹

La Conférence de La Haye de droit international privé (ci-après: la Conférence de La Haye) a commencé ses travaux dans le domaine du droit international des titres en mai 2000 et la Convention s'y rapportant a été adoptée lors d'une conférence diplomatique qui s'est déroulée à la fin de l'année 2002. La procédure d'élaboration de la Convention s'est déroulée sur un mode rapide d'un genre nouveau pour la Conférence de La Haye. Dès le début déjà, la Suisse a activement participé à ces travaux. La délégation suisse était composée d'experts scientifiques et de spécialistes issus de la pratique, ainsi que de représentants de la Banque nationale suisse et de l'Office fédéral de la justice (qui en assumait la direction). Outre les délégations américaines, asiatiques et européennes, de nombreux groupes d'intérêts représentant l'industrie nord-américaine et européenne des *securities* étaient présents en qualité d'observateurs. La Banque centrale européenne, la Commission européenne ainsi que le Conseil de l'Europe étaient également représentés.

La CLHTI fixe les règles permettant de déterminer le droit applicable aux papiers-valeurs et autres instruments financiers qui sont détenus auprès d'intermédiaires (les «titres intermédiés»). Le droit applicable est déterminé à titre principal au moyen de l'élection de droit effectuée dans la convention de compte entre le dépositaire et son intermédiaire direct, pour autant que ce dernier ait un établissement dans l'Etat dont la loi a été désignée. Il y a donc une autonomie des parties, laquelle est toutefois limitée par le lieu de l'établissement de l'intermédiaire déterminé de façon objective. Le rattachement principal subjectif est complété par une cascade de rattachements subsidiaires 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. Le premier rattachement objectif subsidiaire que désigne la CLHTI est le droit de l'Etat du lieu de situation de l'établissement de l'intermédiaire dans la mesure où il ressort clairement de la convention de compte que celle-ci a été conclue par l'établissement de l'intermédiaire en question.. Si cette condition n'est pas remplie, le droit applicable est celui de l'Etat de constitution voire d'organisation de l'intermédiaire pertinent. Si cette condition n'est pas non plus remplie, la loi du lieu principal d'activités de l'intermédiaire pertinent est applicable.

¹⁶⁹ Voir le ch. 1.2.7.2.

2.2.1.2 Compatibilité de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés avec le système du droit international privé suisse

Afin de déterminer le droit applicable, la CLHTI considère séparément chaque maillon de la chaîne de détention. Cette approche a pour conséquence que deux ou plusieurs ordres juridiques peuvent intervenir dans le cadre d'une seule et même transaction. Cela n'entraîne aucune difficulté lorsque les ordres juridiques impliqués reproduisent la chaîne de détention au niveau de leur droit matériel et que le transfert des titres intermédiés est considéré comme un acte juridique vis-à-vis de l'intermédiaire, comme c'est par exemple le cas pour l'art. 8 UCC.¹⁷⁰ Selon la future législation suisse, le crédit porté au compte de titres a un caractère constitutif pour la création et le transfert des titres intermédiés. A cet égard, c'est le crédit porté au compte de titres tenu par l'intermédiaire financier avec lequel le titulaire du compte est en relation directe qui est déterminant (soit, selon la terminologie de la CLHTI: l'«intermédiaire pertinent»). C'est pourquoi le système de la LTI est compatible sans autres avec la CLHTI, même si les titres sont considérés comme étant dans un rapport juridique direct entre l'investisseur et l'émetteur (art. 3 LTI).

2.2.1.3 Etat des ratifications

Sur le plan du droit international public, la CLHTI entrera en vigueur lorsqu'elle aura été ratifiée par trois Etats (art. 19 al. 1 CLHTI). Aux Etats-Unis et au Canada, les travaux de ratification se poursuivent. La Suisse et les Etats-Unis ont signé la Convention ensemble le 5 juillet 2006.

2.2.1.4 Situation dans l'UE

Au moment de la procédure de consultation, l'UE avait l'intention de ratifier la CLHTI.¹⁷¹ Par la suite, des voix se sont élevées au sein de l'UE allant dans le sens contraire.¹⁷² Les critiques émises étaient principalement motivées par la crainte d'une incompatibilité de la Convention avec les droits français et allemand des papiers-valeurs.¹⁷³ L'UE a dès lors décidé de procéder à des études complémentaires sur l'opportunité d'une ratification de la CLHTI par les Etats membres.¹⁷⁴ La Commission approuve la ratification de la Convention dans ce récent document de travail. Parallèlement, elle propose uniquement de modifier la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres de manière à ce que les participants à un système de règlement ne puissent choisir qu'un seul droit applicable à la fois.

¹⁷⁰ Voir Einsele, 2349; Haubold, 656.

¹⁷¹ Voir la *Council Decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary*, COM (2003) 783 final (15.12.2003).

¹⁷² Pour une critique des arguments soulevés au sein de l'UE contre la CLHTI, voir Deguée/Devos, 5 ss.

¹⁷³ Pour l'Allemagne, voir Einsele, 2352 ss et Haubold, 656 s.; pour la France, voir Bloch/de Vauplane, 25 ss.

¹⁷⁴ Commission Staff Working Document «Legal assessment of certain aspects of the Hague Securities Convention», SEC (2006) 910.

Compte tenu des opinions exprimées alors à l'encontre de la CLHTI au sein de l'UE, de nouvelles consultations des cercles intéressés ont eu lieu. Ces dernières ont donné les résultats suivants:

- Du point de vue de la Suisse, la modernisation du droit international privé des papiers-valeurs est urgente.
- De même, la Suisse a fondamentalement un intérêt à harmoniser sa législation avec le droit international privé de l'UE. Or, une telle harmonisation n'est pour l'heure pas possible, car d'une part les dispositions de DIP de la directive concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et de la directive concernant les contrats de garantie financière ne sont pas claires sur plusieurs points et ne sont pas appliquées de façon uniforme, et d'autre part ces directives sont en cours de révision.

La CLHTI pose l'autonomie des parties comme règle principale de rattachement, même si cette dernière est limitée. Il s'agit d'un rattachement subjectif à titre principal. Dans la pratique, il s'agira en principe du droit désigné dans les conditions générales de l'intermédiaire financier.

Selon la CLHTI, chaque maillon de la chaîne de détention est considéré séparément pour déterminer le droit applicable. Une telle solution permet de se conformer aux processus factuels inhérents au transfert des titres intermédiaires et ainsi d'éviter les difficultés pouvant survenir lors de la détermination du droit applicable selon les règles traditionnelles de DIP, telles que le fait qu'il ne soit pas rares que les investisseurs, de même que leurs intermédiaires, ne sachent pas où se trouvent les papiers-valeurs respectivement le registre principal s'agissant des droits-valeurs, alors qu'à l'inverse, les dépositaires centraux ne connaissent en règle générale pas les investisseurs pour lesquels ils gèrent les titres via des intermédiaires.

Les directives de l'UE se réfèrent au compte ou au registre. D'où l'importance de savoir le lieu de situation du compte respectivement du registre. Or, ces directives ne répondent pas à la question de savoir comment procéder à la localisation. Qui plus est, la localisation du compte peut difficilement être déterminée indépendamment de l'intermédiaire. Les numéros de compte, les codes d'identification bancaire ou les désignations semblables peuvent servir à identifier cette localisation. N'étant toutefois normalisés que sur le plan régional et/ou sectoriel, ils n'offrent pas de solution universelle.¹⁷⁵ Il n'est donc pas exclu que les rattachements prévus par les directives de l'UE et par la CLHTI conduisent finalement au même résultat. La différence principale entre le droit européen et la CLHTI réside néanmoins dans le fait que cette dernière fait clairement prévaloir la règle de l'autonomie des parties.

Au final, la réglementation de la CLHTI est plus claire et plus flexible que le droit européen. Le résultat étant que cette réglementation permet à la partie ayant son siège en Suisse (par ex. une banque) de négocier, si besoin est, une solution compatible avec les règles actuelles ou futures de l'UE.

¹⁷⁵ Pour une analyse des possibilités existant en matière de localisation de comptes, voir Goode/Kanda/ Kreuzer, Int-41 ss.

2.2.1.5 Adoption de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés en tant que droit autonome

2.2.1.5.1 Alternatives

Les traités internationaux ont la priorité sur les dispositions de la LDIP (art. 1 al. 2 LDIP). La CLHTI offre une réglementation intégrale des règles de conflit relatives à son champ d'application, sans qu'il soit nécessaire de prévoir une loi d'introduction. La CLHTI entrera en vigueur une fois qu'elle aura été ratifiée par trois Etats (art. 19 al. 1 CLHTI). A l'heure actuelle, aucun Etat ne l'a encore ratifiée.

Le présent projet prévoit d'introduire dans la LDIP une disposition précisant que la CLHTI est applicable pour les droits sur les titres et leur transfert. En vertu de cette disposition, la CLHTI sera valable en tant que droit suisse autonome jusqu'à ce qu'elle entre en vigueur sur le plan international. Dès son entrée en vigueur, la disposition n'aura plus qu'un effet déclaratif en renvoyant au droit international en vigueur. Cette solution a été choisie en raison de l'urgence qu'il y a à moderniser le DIP des titres intermédiés.

Par rapport à la mise en place d'une solution de transition valable jusqu'à l'entrée en vigueur de la CLHTI, l'avantage de ce concept réside dans le fait que le législateur ne doit être saisi qu'une seule fois. De plus, l'élaboration d'une solution transitoire serait liée à une importante charge de travail tout en restant, au final, largement orientée sur la CLHTI. L'élaboration d'une solution autonome durable entraînerait elle aussi une charge de travail conséquente. Elle serait par ailleurs synonyme de renoncement tant à la ratification de la CLHTI qu'aux avantages de l'unification du droit au niveau international qui en résulteraient. Une adoption intégrale de la CLHTI permet en outre aux praticiens de s'inspirer des travaux préparatoires de la Conférence de La Haye lors de l'application de la CLHTI. Enfin, la démarche proposée garantit une certaine continuité dans l'interprétation du DIP des titres intermédiés, même après l'entrée en vigueur de la CLHTI sur le plan international.

2.2.1.5.2 Intégration dans la LDIP

Si la CLHTI est déclarée applicable et qu'elle est ratifiée, la question se posera de savoir comment les règles de conflit de lois de la CLHTI seront intégrées dans la LDIP.

La LDIP ne connaît aucune règle spéciale pour les conflits de lois pour les titres intermédiés. Dans cette situation, l'examen sous l'angle des règles de conflit de lois d'une question juridique dans ce domaine dépendra de sa nature juridique, soit de son appartenance aux droits réels ou au droit des obligations.¹⁷⁶ Ainsi, lorsqu'il est question des obligations découlant d'un ordre bancaire transmis à la banque par la cliente relativement à ses papiers-valeurs ou ses droits-valeurs, le droit suisse considère qu'il s'agit d'une question relevant du statut contractuel devant être réglée selon les règles applicables aux contrats (art. 116 ss LDIP). Après l'entrée en vigueur de la CLHTI, ces questions ressortiront toujours à la LDIP (voir art. 2 al. 3 CLHTI). En revanche, lorsque la question se pose de savoir si un tiers peut faire

¹⁷⁶ Pour le DIP suisse des titres intermédiés, voir Girsberger/Guillaume, 15 ss; Zobl, 105 ss; ChF-Zobl, Syst. Teil n° 940 ss.

valoir des droits de propriété sur un papier-valeur, c'est l'art. 100 LDIP qui s'applique en l'état du droit. Si une personne se prévaut d'un droit de gage sur un titre intermédié vis-à-vis de son titulaire, la question se règle selon l'art. 105 LDIP (le droit de gage invoqué doit cependant d'abord être qualifié de droit de gage, ce qui peut poser des problèmes en présence d'institutions de droit étranger). En ce qui concerne le transfert de droits-valeurs à des fins de sûreté, la règle de conflit de lois régissant la cession (art. 145 LDIP) est par ailleurs applicable.

En ce qui concerne les papiers-valeurs et les droits-valeurs dématérialisés, il n'est d'ailleurs pas clair laquelle de ces normes de conflit de lois doit être appliquée dans le cas d'espèce. Or, les résultats sont différents en fonction de la règle de conflit de lois utilisée. Cette situation prétérite la sécurité juridique lors des transactions sur titres, ce qui pourrait être dommageable pour la place financière suisse.¹⁷⁷

Cette problématique sera désamorcée par la reprise de la CLHTI en droit suisse, puisque les règles de conflit de lois actuelles de la LDIP seront largement remplacées à l'intérieur du champ d'application de la CLHTI dès que cette dernière sera applicable en Suisse (avec toutefois des exceptions, dont notamment la question de la nature juridique des droits sociaux, laquelle n'est pas englobée dans la CLHTI et dépendra toujours du statut de la société).

Etant donné que le champ d'application de la CLHTI va manifestement au-delà des problèmes ressortissant au droit contractuel ou au droit des obligations, mais qu'il ne concerne pas non plus uniquement des questions de droits réels, et dès lors que diverses règles de conflits de lois figurant dans la LDIP seront supplantées par la CLHTI dans son champ d'application, il semble correct de l'intégrer dans la LDIP au moyen d'une disposition qui qualifie la matière de droit *sui generis*. Cette intégration devra tenir compte de la qualification des titres de droits absolus telle qu'elle figure dans la LTI, sans pour autant être identique en tous points, puisque les institutions de droit étranger tels que par exemple le *securities entitlement* (voir art. 8 UCC) sont également couvertes par le droit suisse des conflits de lois. Pour ce faire, la meilleure solution consiste à créer un chapitre propre dans la LDIP. Comme il ne s'agit pas de droits de nature purement contractuelle, mais surtout de droits et obligations ayant des effets à l'égard des tiers, il est souhaitable de procéder à une intégration qui rende compte du large champ d'application de la CLHTI. Pour ce faire, la meilleure des solutions consiste à placer un chapitre 7a immédiatement après celui consacré aux droits réels (chap. 7, art. 97 à 108 LDIP).

Comme la CLHTI supplante diverses normes de la LDIP, la question se pose de savoir s'il ne faudrait pas assortir les principales normes touchées d'une réserve. Cela vise notamment les dispositions concernant le droit de gage (art. 105 LDIP) et la propriété (art. 100 LDIP). D'autres règles de conflit de lois étant pourtant également supplantées, soit les art. 116 ss LDIP en droit des contrats, l'art. 155 LDIP en droit des sociétés (par ex. transfert d'actions nominatives liées au sens de l'art. 685c CO) et l'art. 145 LDIP concernant la cession, il est préférable de renoncer à une telle réserve.¹⁷⁸

¹⁷⁷ Voir à cet égard Girsberger/Guillaume, 40 s.

¹⁷⁸ Voir Guillaume, 269.

2.2.2

Les grandes lignes de la Convention de La Haye sur les titres intermédiés

Art. 1 Définitions

La CLHTI a pour but de désigner la loi applicable aux droits sur des titres détenus auprès d'intermédiaires. Ces derniers désignent les droits du titulaire de compte résultant du crédit de titres à un compte de titres (art. 1, al. 1, let. f).

La définition de la notion systémique centrale de «titres intermédiés» reste délibérément vague. Conformément à l'art. 1, al. 1, let. a, les titres englobent les actions, les obligations, les autres instruments financiers, les actifs financiers et tous tout droit sur ces titres. Quant à la notion d'intermédiaire, elle désigne toute personne qui tient des comptes de titres dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel pour le compte de tiers ou tant pour le compte de tiers que pour son propre compte et qui agit en cette qualité (art. 1, al. 1, let. c). Les dépositaires centraux de titres sont également considérés comme des intermédiaires (art. 1, al. 4).

La CLHTI s'applique exclusivement aux titres qui sont détenus de façon indirecte. Les questions juridiques se rapportant à des titres qui sont détenus de façon directe hors d'un système d'intermédiation ne tombent pas dans le champ d'application de la CLHTI.

Art. 2 Champ d'application matériel

Dit plus simplement, la CLHTI règle uniquement les droits qui, selon la terminologie courante, sont qualifiés de droits réels. En revanche, lorsqu'il est question de droits et d'obligations de nature contractuelle entre dépositaires et intermédiaires ou à l'égard de l'émetteur (art. 2 al. 3 let. a et c), le droit applicable n'est pas déterminé par la CLHTI. Quant au droit applicable aux rapports contractuels entre les parties à un transfert de titres intermédiés, il ne doit pas non plus être déterminé d'après les règles de la CLHTI (art. 2 al. 3 let. b).

La CLHTI précise son champ d'application matériel à l'art. 2, al. 1, à l'aide d'une liste exhaustive. Cette dernière comprend sept complexes normatifs pour lesquels la CLHTI détermine le droit applicable. Concrètement, il s'agit des questions suivantes:

- La Convention détermine le droit applicable à la *nature juridique* des droits résultant du crédit de titres sur un compte de titres. Il existe des ordres juridiques, tel que le droit suisse en vigueur, au sein desquels un crédit porté au compte de titres n'a aucun effet juridique propre. Mais dans des ordres juridiques plus modernes, le crédit fait en revanche partie de l'acte de transfert ou constitue un acte de transfert en tant que tel. La CLHTI s'étend en outre à la question des *effets de ces droits à l'égard de l'intermédiaire et des tiers* (art. 2 al. 1 let. a). Le droit applicable d'après les art. 4 et s. détermine dès lors si la prétention du titulaire du compte en relation avec un crédit porté au compte de titres est un droit réel sur un titre, un droit contractuel contre l'émetteur, une revendication contractuelle à l'encontre de l'intermédiaire ou un droit *sui generis* (comme par ex. le *securities entitlement* selon l'art. 8 UCC).

- La Convention désigne le droit qui permet de déterminer la nature juridique d'un transfert de titres intermédiés. Ce droit détermine également les effets d'un tel transfert à l'égard de l'intermédiaire et des tiers (art. 2, al. 1, let. b). L'ordre juridique déterminé conformément aux art. 4 et s. règle notamment les conditions nécessaires à la constitution d'un droit sur des titres intermédiés (par ex. si un acte causal valable est nécessaire à cet effet ou s'il s'agit d'une acquisition dérivée ou originaire). En cas d'acquisition dérivée, ce droit détermine si l'acquisition est dérivée de l'aliénateur ou d'un intermédiaire. Enfin, la question de l'acquisition par des tiers de bonne foi est également visée par l'al. 1, let. b.
- Les conditions d'opposabilité d'un transfert de titres intermédiés sont déterminées par le droit désigné par les art. 4 et s. (art. 2 al. 1 let. c). Ce droit précise si une écriture sur un compte de titres, un transfert de propriété par la personne qui transfère le titre ou toute autre action (par ex. mise en place d'un *control* au sens des art. 8–106 UCC) est nécessaire à cet effet. La CLHTI utilise ici la notion anglo-saxonne d'opposabilité (*perfection*). L'ordre juridique désigné détermine également le rang de droits ayant des effets à l'égard de plusieurs tiers (art. 2 al. 1 let. d). Il s'agit aussi bien du rang entre plusieurs créanciers dont les droits sont garantis par un tel droit que du rang de ces créanciers par rapport à d'autres créanciers.
- Le droit désigné par les art. 4 et s. détermine également si un *tiers revendiquant* peut faire valoir des droits sur des titres intermédiés à l'encontre d'un intermédiaire (art. 2 al. 1 let. e). Cette réglementation englobe également la question de savoir s'il est possible de faire un *upper-tier attachment*.¹⁷⁹
- Le droit désigné par les art. 4 et s. détermine également à quelles conditions un titre intermédié peut être réalisé (art. 2 al. 1 let. f), et notamment si une réalisation de gré à gré est possible et à quelles conditions.
- Enfin, le droit applicable selon la Convention détermine dans quelle mesure le transfert d'un titre intermédié s'étend aussi à des *fruits et autres produits, y compris de l'argent comptant* (art. 2 al. 1 let. g).

En vertu de l'art. 2, al. 2, le droit applicable désigné par la Convention s'applique même si les droits résultant du crédit de titres intermédiés à un compte de titres sont de nature contractuelle. La CLHTI désigne dès lors aussi le droit applicable aux transferts des droits-valeurs au sens de l'art. 2, let. a, LBVM, bien que, du point de vue du droit suisse, ces derniers soient des droits de créance.

Les dispositions générales figurant à l'art. 2, al. 3, n'apportent aucun changement fondamental. Elles sont en fin de compte l'expression du fait que la Convention en soi est conçue pour déterminer des droits qui, d'un point de vue traditionnel, étaient ou sont de nature réelle. Pourtant, elle ne doit justement pas limiter son application à des droits qui, dans l'ordre juridique applicable, sont effectivement considérés comme des droits réels.¹⁸⁰ Toutefois, on rencontre très peu de concepts relevant des droits réels au sens classique du terme dans les ordres juridiques modernes.

¹⁷⁹ Voir à cet égard le ch. 2.1.5.2.

¹⁸⁰ Voir Goode/Kanda/Kreuzer, 2–33.

Art. 3 et 9 Caractère international et champ d'application territorial

Selon l'art. 3, la CLHTI s'applique à toutes les situations présentant un lien avec différents Etats. Il existe par exemple un lien d'extranéité lorsque dans une chaîne de détention, un intermédiaire est domicilié à l'étranger ou qu'il y tient le compte de titres déterminant ou lorsqu'un papier-valeur incorporant des droits à l'égard d'un émetteur étranger lui est crédité. Il y a lieu également d'admettre qu'il y a une situation internationale lorsqu'une élection de droit est faite conformément à l'art. 4, al. 1, indépendamment du fait de savoir si l'exigence liée à l'établissement conforme est remplie ou non.

La Convention détermine le droit applicable aux questions entrant dans son champ d'application sans se préoccuper de savoir si le droit désigné par les art. 4 et s. est le droit d'un Etat contractant (art. 9). Pour les Etats ayant ratifié, la loi désignée constitue donc une *loi uniforme* applicable *erga omnes*.

2.2.2.1 **Détermination de la loi applicable**

L'élément central de la Convention est constitué des règles de conflit de lois figurant aux art. 4 et 5. Elles déterminent la loi applicable à toutes les questions mentionnées à l'art. 2. L'art. 4 établit une règle de rattachement principal reposant sur une élection de droit limitée. L'art. 5 détermine le droit applicable selon des critères objectifs, dans la mesure où les conditions d'application de l'art. 4 ne sont pas réunies.

Art. 4 Rattachement principal

Principe

Aux termes de l'art. 4, al. 1, la nature juridique, la constitution et l'extinction des droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire sont déterminées selon le droit choisi par les parties (le titulaire de compte et son intermédiaire). Comme le domaine d'application de la Convention s'étend à des droits *erga omnes*, les parties ne sont pas entièrement libres dans le choix du droit déterminant. L'efficacité du choix des parties est soumise à la condition de l'établissement conforme (art. 4, al. 1, deuxième phrase). Cette condition de l'établissement conforme exige que l'intermédiaire pertinent ait, au moment de la conclusion de la convention de compte, un établissement (voir art. 1, al. 1, let. j) dans l'Etat désigné dans la convention de compte qui remplisse les conditions énumérées à l'art. 4, al. 1. Cet établissement doit, seul, ou avec d'autres établissements de l'intermédiaire pertinent ou d'autres personnes agissant pour celui-ci: soit exercer à titre professionnel ou habituel une activité de tenue de compte de titres (voir art. 4, al. 1, let. a (i) à (iii)), soit être identifié par un moyen spécifique d'identification comme tenant des comptes de titres dans l'Etat en question (art. 4, al. 1, let. b).¹⁸¹ Il est nécessaire, mais non suffisant, que l'intermédiaire pertinent ait son siège ou une succursale¹⁸² dans l'Etat choisi par les parties: cet établissement doit en outre être conforme au sens de l'art. 4, al. 1. La présence de l'intermédiaire pertinent doit donc être renforcée par l'existence d'au

¹⁸¹ Goode/Kanda/Kreuzer, 4–22 et 1–25.

¹⁸² Selon le Rapport explicatif, une filiale ou une autre entreprise du groupe de l'intermédiaire pertinent ne sont pas des établissements de l'intermédiaire: Goode/Kanda/Kreuzer, 1–25.

moins une des conditions énoncées à l'art. 4, al. 1, let. a ou b, lesquelles impliquent que l'établissement exerce certaines activités déterminées pour pouvoir être considéré comme conforme, ou que ces activités soient exercées par d'autres personnes telles que notamment une autre succursale ou une filiale de l'intermédiaire pertinent, quel que soit le lieu d'exécution. Un établissement n'est dans tous les cas pas conforme lorsqu'il n'exerce que des activités limitées, telles que notamment le traitement de données informatiques ou l'exploitation d'un centre d'appel (voir la liste figurant à l'art. 4, al. 2). Le compte concerné ne doit pas avoir de lien supplémentaire avec l'établissement dont le droit a été choisi par les parties. Les parties à une convention de compte peuvent donc, par exemple, décider que le droit suisse est applicable, alors même que le compte est géré par un établissement sis à l'étranger.

Détermination de l'intermédiaire pertinent

Les systèmes de détention des titres auprès d'intermédiaires sont généralement organisés en plusieurs niveaux, de sorte que le transfert des titres déclenche le plus souvent un enchaînement d'opérations comptables au sein des différents étages de la pyramide de détention.¹⁸³ En vertu de la Convention, il faut en principe déterminer le droit applicable de façon séparée pour chaque niveau d'une telle chaîne de détention.

Art. 5 Rattachements subsidiaires

Si les parties à la convention de compte n'ont pas fait une élection de droit conformément à l'art. 4, le droit applicable doit alors être déterminé en application de l'art. 5. Cet article prévoit une cascade de rattachements qui se réfèrent à plusieurs facteurs relativement objectifs. En pratique, l'art. 5 ne s'appliquera qu'exceptionnellement.

L'art. 5, al. 1, renvoie en premier lieu au droit de l'Etat où est situé l'établissement par l'intermédiaire duquel la convention de compte a été conclue. La convention de compte doit être établie en la forme écrite et déclarer «expressément et sans ambiguïté» qu'elle a été conclue via cet établissement particulier de l'intermédiaire pertinent. L'applicabilité de l'al. 1 présuppose en outre que l'établissement réponde aux exigences de l'art. 4, al. 1, deuxième phrase, c'est-à-dire qu'il sert à gérer des comptes de titres ou fournit des prestations liées à une telle activité.

Si la convention de compte ne comporte pas de déclaration satisfaisant aux exigences de l'al. 1, le droit applicable est déterminé en vertu de l'art. 5, al. 2, selon le lieu d'incorporation de l'intermédiaire pertinent au moment de la conclusion de la convention de compte écrite ou, en l'absence d'une telle convention écrite, au moment de l'ouverture du compte. S'il n'est pas non plus possible de déterminer le droit applicable de cette manière, parce qu'une incorporation proprement dite fait défaut, l'art. 5, al. 3, renvoie en dernier lieu au droit en vigueur au principal lieu d'activité de l'intermédiaire pertinent.

Art. 6 Liste négative des critères de rattachement à ne pas considérer

Aux fins de clarification, l'art. 6 établit une liste de critères qui ne peuvent pas être invoqués pour déterminer le rattachement. Il s'agit du lieu d'incorporation, du siège social ou du lieu principal d'activité de l'émetteur de titre; il en va de même du lieu

¹⁸³ Cf. ch. 1.1.1.

où sont conservés les certificats représentant les titres et du lieu où est tenu un registre des titulaires des titres et enfin du lieu de tout autre intermédiaire que l'intermédiaire pertinent. Cette liste a uniquement un caractère déclaratoire. Il ressort déjà d'une interprétation *a contrario* des art. 4 et 5 que ces critères ne peuvent jouer aucun rôle pour la question du rattachement.

Art. 7 Changement de la loi applicable

Les parties à une convention de compte ont fondamentalement la possibilité de choisir en tout temps une nouvelle loi applicable. Dans le cadre des relations entre les parties, le changement de loi a pour effet que la nouvelle loi s'applique sans autre pour toutes les questions mentionnées à l'art. 2, al. 1. En d'autres termes, il en résulte un changement de la loi applicable (art. 7, al. 3). Toutefois, ce changement du droit applicable n'est que partiellement opposable aux tiers qui n'y ont pas consenti (art. 7, al. 4, première phrase). En vertu de l'art. 7, al. 4, le droit qui s'appliquait en vertu de l'ancienne convention de compte demeure en effet déterminant pour les questions suivantes:

- les droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, lorsqu'ils sont nés avant le changement de droit applicable, ainsi que les transferts de ces titres qui ont été rendus opposables à des tiers avant le changement du droit applicable (art. 7, al. 4, let. a);
- la nature juridique et les effets d'un droit sur des titres intermédiés né avant le changement de la loi à l'égard de l'intermédiaire pertinent et de toute autre personne partie à un transfert de ces titres effectué avant le changement du droit applicable (art. 7, al. 4, let. b i);
- la nature juridique et les effets d'un droit sur des titres intermédiés né avant le changement de la loi à l'égard d'une personne qui procède à une saisie sur ces titres après le changement du droit applicable (art. 7, al. 4, let. b ii);
- les droits réels de tiers dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, même si cette procédure est ouverte après le changement du droit applicable (art. 7, al. 4, let. b iii);
- l'application de l'ancienne loi atteint ses limites lorsque des tiers acquièrent, sous le régime de la nouvelle loi, des droits sur des titres intermédiés qui entrent en conflit avec des droits acquis sous l'empire de l'ancienne loi.

Ainsi, la Convention ne protège pas dans tous les cas les droits acquis sous le régime de l'ancienne loi d'une perte ou d'une restriction résultant d'un changement de la loi applicable. Ces restrictions des droits existants, qui soulèvent certains problèmes dans leur principe, ont été adoptées par la Conférence de la Haye pour des motifs tendant à la sécurité des transactions. Les acquéreurs aux termes de la nouvelle loi n'auront souvent guère la possibilité de constater si une autre loi s'appliquait auparavant et si elle a donné naissance à des droits réels. En revanche, un créancier gagiste peut efficacement exclure la limitation de ses droits qu'induirait un changement de la loi applicable en faisant transférer les titres concernés sur un compte propre. Ce créancier peut également s'entendre avec l'intermédiaire pour que celui-ci renonce, à l'avenir, à convenir d'une modification de la loi applicable avec le titulaire du compte. Bien évidemment, en prenant les mesures nécessaires à cet effet prévues sous le régime de la nouvelle loi, le créancier peut aussi s'efforcer d'obtenir

sous le nouveau régime l'opposabilité aux tiers du droit qu'il avait sur un titre intermédiaire aux termes de l'ancienne loi.

L'art. 7 ne prévoit rien pour le cas où les conditions de rattachement subsidiaire de l'art. 5, al. 2 et 3 seraient modifiées ou si l'établissement conforme aux termes de l'art. 4, al. 1, deuxième phrase se trouvait supprimé après une élection de droit valable. De tels faits n'entraînent pas de changement du droit applicable, puisque tant les conditions prévues à l'art. 4, al. 1, deuxième phrase que celles de l'art. 5, al. 2 et 3 ne doivent être satisfaites qu'au moment où la convention de compte est conclue ou, à défaut, au moment où le compte est ouvert. La disparition ultérieure d'un établissement demeure donc sans effet sur le choix du droit applicable une fois qu'il a été valablement arrêté. En revanche, un changement de la loi applicable selon l'art. 7 suppose que les conditions objectives de l'art. 4, al. 1, deuxième phrase soient réunies au moment où la nouvelle clause d'élection de droit est adoptée. Si tel n'est pas le cas, cette nouvelle clause n'est pas valable et l'ancienne clause, ou à défaut le rattachement selon l'art. 5, al. 2 ou 3, reste en vigueur.

Art. 8 Insolvabilité

L'art. 8 règle le rapport entre le droit applicable au titre selon la Convention et le droit d'insolvabilité applicable (*lex fori concursus*). L'art. 8, al. 1, garantit que les droits valablement créés avant l'ouverture de la procédure d'insolvabilité selon les dispositions du droit applicable en vertu des art. 4 s. seront reconnus dans la procédure d'insolvabilité. La *lex fori concursus* ne saurait donc poser des conditions supplémentaires à la naissance de tels droits ni modifier l'ordre de priorité parmi les créanciers.

Le droit d'insolvabilité applicable n'est pas déterminé par la Convention, mais par la *lex fori concursus* (art. 8, al. 2). En particulier, le rang des catégories de créances, l'action paulienne et la question de l'exercice des droits après l'ouverture de la procédure d'insolvabilité seront régis par la *lex fori concursus*. La notion de «rang des catégories de créances» signifie que la priorité entre divers créanciers gagistes est déterminée en vertu du droit désigné par les art. 4 s. tandis que le rang entre les créanciers du débiteur sera déterminé selon la *lex fori concursus*.

Art. 10 Exclusion du renvoi

L'art. 10 précise que les art. 4 s. se réfèrent au droit matériel de l'Etat concerné et non pas à ses règles de DIP (renvoi à la loi matérielle). Des exceptions limitées sont applicables aux Etats à plusieurs unités territoriales. Si les règles de conflit interrégionales d'une unité territoriale renvoient à celles d'une autre unité territoriale, il faut considérer ce renvoi au second degré pour les questions mentionnées à l'art. 12, al. 2, let. b et al. 3 et ce, aux conditions qui y sont fixées.

Art. 11 Ordre public et lois de police

A l'instar des autres Conventions de La Haye, cette Convention prévoit également une réserve quant à l'ordre public. Cependant, le droit désigné par les art. 4 s. ne peut être écarté que si son application conduit à un résultat *manifestement* contraire à l'ordre public. En outre, seul doit être considéré l'ordre public de l'*Etat du for* (art. 11, al. 1). Cela vise à renforcer la sécurité du droit, laquelle est particulièrement importante dans le domaine du droit des marchés financiers. De surcroît, les lois

internationales d'application immédiate peuvent aussi être prises en compte, mais uniquement celles de l'Etat du for (art. 11, al. 2). La réserve de l'ordre public, ainsi que l'application des lois d'application immédiate ne peuvent être invoquées lorsqu'il est question des conditions relatives à l'opposabilité ou se rapportant aux priorités entre droits concurrents (art. 11, al. 3).

Art. 15 et 16 Dispositions transitoires

Les art. 15 et 16 comprennent des dispositions transitoires prévoyant que la Convention s'applique aussi à des droits ou à des transferts acquis ou réalisés avant l'entrée en vigueur de la Convention. Ces dispositions transitoires partent du principe que les règles de conflit actuellement en vigueur dans de nombreux Etats ne sont pas propres à déterminer de manière fiable le droit applicable aux transferts des titres intermédiés.¹⁸⁴ Par contre, la Convention crée une grande sécurité juridique. C'est pourquoi il existe un intérêt à pouvoir l'appliquer de façon aussi étendue que possible dès son entrée en vigueur.

L'art. 15 prévoit donc que la loi déterminée par les art. 4 s. détermine si un droit sur des titres intermédiés acquis après l'entrée en vigueur de la Convention a pour effet d'éteindre ou de primer un droit concurrent acquis avant l'entrée en vigueur de la Convention.

De plus, l'art. 16, al. 1, établit clairement que même les clauses d'élection de droit et les conventions de compte conclues avant l'entrée en vigueur de la Convention doivent être prises en compte pour le rattachement des art. 4 s. Sans cette possibilité, les conventions de compte actuelles devraient être complétées par les parties dans la perspective de l'entrée en vigueur de la Convention.

L'art. 16, al. 3 et 4 prévoit diverses règles d'application et d'interprétation visant à faciliter autant que possible l'application de l'art. 4, al. 1, aux conventions de comptes établies sous l'ancien droit (art. 16, al. 2). Si une convention de compte a été conclue avant l'entrée en vigueur de la Convention, l'art. 16 distingue quatre situations:

- La convention de compte contient une clause d'élection de droit qui renvoie expressément à la Convention. En pareil cas, le droit applicable est directement déterminé selon les art. 4 s. (art. 16, al. 2).
- La convention de compte contient une disposition expresse ayant pour effet qu'un droit déterminé s'applique aux questions mentionnées à l'art. 2, al. 1 (p. ex. une élection de droit au sens de l'art. 105, al. 1, LDIP, dans la mesure où les parties à la convention de compte et celles à la convention de garantie sont les mêmes). Une telle clause a pour effet que cette loi est applicable à toutes les questions visées par l'art. 2, al. 1 (art. 16, al. 3) à condition que l'intermédiaire ait eu, au moment de la conclusion de la convention de compte, un établissement dans cet Etat.
- Les parties se sont entendues dans la convention de compte pour que le compte de titres soit géré dans un Etat déterminé. En pareil cas, le droit de cet Etat s'applique (art. 16, al. 4). Il faut relever que l'accord sur la gestion du compte de titres dans un Etat déterminé ne doit pas être nécessairement explicite: bien au contraire, cet accord peut ressortir de l'ensemble des dis-

¹⁸⁴ Cf. ci-dessus ch. 1.2.7.2.

positions contractuelles ou du contexte de fait. En pratique, cette condition devrait se trouver souvent satisfaite, car les conventions de compte contiennent régulièrement les adresses de correspondance ou la désignation de l'établissement responsable de la relation client. La condition, une fois de plus, est que l'intermédiaire ait eu un établissement dans cet Etat au moment de la conclusion de la convention de compte.

- Si une convention de compte conclue sous l'ancien droit ne comporte ni référence expresse à la Convention, ni des indices permettant de conclure à la volonté présumée des parties, le droit applicable se définit directement en application des art. 4 s. Le rattachement objectif de l'art. 5 passe alors clairement au premier plan.

En vertu de l'art. 16, al. 2 et 3, la possibilité existe de faire une déclaration quant à l'application de l'art. 16. La Suisse ne prévoit pas de faire une telle déclaration.

2.2.2.2 Dispositions finales

Les art. 17 à 24 contiennent les dispositions finales usuelles des Conventions de la Haye. L'art. 18 est nouveau: il ouvre aux organisations régionales d'intégration économique la possibilité d'adhérer à la Convention au même titre que les Etats. Cette disposition a été introduite à la demande de la Communauté européenne, afin que la Communauté puisse adhérer en tant que telle.

2.2.3 Commentaire des modifications législatives proposées

2.2.3.1 La notion de titres intermédiés (nouvel art. 108a LDIP)

La CLHTI définit le concept systémique central de «titres détenus auprès d'un intermédiaire» (en anglais: «securities held by an intermediary», en allemand: «Intermediär-verwahrten Wertpapiere»). La LDIP parle quant à elle de «meubles», de «créances», de «papiers-valeurs» et d'«autres droits» (voir art. 100, 105 et 145 LDIP). La LTI recourt pour sa part à la notion de «titres intermédiés», qu'elle définit comme étant les créances et les droits sociaux fongibles à l'encontre d'un émetteur, qui sont inscrits au crédit d'un compte de titres et dont les titulaires de compte peuvent disposer selon les dispositions de la loi. Les titres intermédiés sont opposables au dépositaire ainsi qu'à tout tiers (art. 3 LTI).

Afin de fixer clairement que le nouveau chap. 7a de la LDIP se rapporte aux titres détenus auprès d'un intermédiaire au sens de la CLHTI, il faut préciser son champ d'application en faisant un renvoi à la Convention. La CLHTI s'applique à tous les titres détenus auprès d'un intermédiaire, quelle que soit la qualification que les divers ordres juridiques attribuent aux droits nés de l'inscription de titres dans un compte de titres.¹⁸⁵ Par conséquent, la Convention opère avec un concept autonome de titres détenus auprès d'un intermédiaire. En présence d'un tel titre, le nouveau chap. 7a LDIP, et donc aussi la Convention en ce qui concerne le droit applicable,

¹⁸⁵ Goode/Kanda/Kreuzer, Int-24.

sont applicables. En intégrant dans la LDIP une définition des titres intermédiés comportant un renvoi direct à la Convention, on peut tenir compte du fait que la notion de «titres détenus auprès d'un intermédiaire» utilisée en droit international privé est indépendante et potentiellement plus large que le concept de «titres intermédiés» du droit matériel suisse. Il s'ensuit que les titres intermédiés au sens de la LTI sont couverts par la LDIP.

2.2.3.2 Le droit applicable aux titres intermédiés (nouvel art. 108c LDIP)

La Convention est *self executing* et constitue par conséquent une partie intégrante du droit interne, sans qu'il faille émettre des dispositions de droit international privé dans le domaine concerné. Elle est applicable *erga omnes* en sa qualité d'acte d'harmonisation des législations dans le domaine du droit international privé (art. 9 CLHTI). Il est donc possible d'adapter la LDIP à la Convention par une simple disposition renvoyant à la Convention, pour autant qu'il s'agisse de questions ressortissant à son champ d'application. En l'occurrence toutefois, le renvoi aura un effet constitutif aussi longtemps que la Convention ne sera pas encore en vigueur. En d'autres termes, le renvoi convertira les dispositions de la Convention en dispositions de droit interne complétant la LDIP. L'effet du renvoi ne sera plus que déclaratoire lorsque la Convention entrera en vigueur (art. 19 CLHTI).

Le champ d'application de la CLHTI est limité aux aspects de droit réel des opérations sur titres. Tous les aspects contractuels de ces transactions sont exclus de son champ d'application (art. 2, al. 3, CLHTI). Les règles de droit international privé du for sont par conséquent applicables pour déterminer la loi applicable aux obligations de nature purement contractuelle ou personnelle des parties à une convention de compte.¹⁸⁶

Les aspects contractuels liés à la détention, au transfert et au nantissement 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. 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.¹⁸⁷ 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 valable ou ne serait pas opposable à l'une des parties), le droit de l'Etat avec lequel le contrat présente les liens les plus étroits serait 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, alors que le droit de l'établissement ou de la résidence habituelle du constituant du gage est applicable pour le nantissement des titres (art. 117, al. 2 et 3, LDIP).

Le Tribunal fédéral n'a pas encore tranché à ce jour la question de savoir si un investisseur pourrait être qualifié de consommateur au sens de l'art. 120 LDIP. Dans l'affirmative, l'investisseur consommateur pourrait invoquer le droit de l'Etat de sa

¹⁸⁶ Goode/Kanda/Kreuzer, 2–33.

¹⁸⁷ Goode/Kanda/Kreuzer, 2–33.

résidence habituelle pour régir les aspects de nature contractuelle le liant à son intermédiaire, même en présence d'une élection de droit dans la convention de compte. Une telle qualification dépendrait principalement du volume de transactions effectué par l'investisseur, afin de déterminer s'il agit ou non de façon professionnelle. Le champ d'application de l'art. 120 LDIP ne s'étendant pas aux droits réels, cette disposition n'entre pas en considération s'agissant des aspects de droit réel liant l'investisseur à son intermédiaire. Ces derniers restent régis par la CLHTI.

2.2.3.3 Les règles de compétence (nouveaux art. 108b et 108d LDIP)

La CLHTI ne règle pas les questions de compétence directe ou indirecte. Les règles de droit international privé du for sont par conséquent applicables pour ces questions.

En matière de compétence directe, les parties peuvent convenir d'un for élu dans la convention à la base de leurs relations juridiques aux conditions fixées par l'art. 5 LDIP. Dans les rares cas où l'élection de for serait nulle ou inopposable à l'une des parties et serait dépourvue d'effet, les règles de rattachement objectif de la LDIP sont applicables.

L'intégration d'une disposition spéciale relative à la compétence des tribunaux suisses est nécessaire afin 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 (notamment un éventuel for au lieu de situation du titre intermédié). Les fors au domicile et à la résidence habituelle du défendeur s'imposent. Il en va de même du for au lieu de l'établissement du défendeur pour les actions relatives à une obligation découlant de l'exploitation de cet établissement. Ce for est pertinent dans le cadre de transactions relatives à des titres intermédiés. Il est même le plus adapté, car il correspond précisément à la relation entre l'investisseur et son intermédiaire direct. Ces deux règles de compétence directe sont également en phase avec les règles de la 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), laquelle est applicable dès que le défendeur est domicilié dans un Etat contractant (voir art. 2 et 5, ch. 5, Convention de Lugano).

Les décisions étrangères relatives à une prétention découlant d'actes relatifs à des titres intermédiés doivent être reconnues en Suisse lorsqu'elles ont été rendues aux mêmes fors que ceux prévus en matière de compétence directe.

Une décision étrangère doit être reconnue en particulier dans le cas où les parties, par le biais d'une élection de for valable, se sont soumises à la compétence du tribunal concerné. Comme en matière de compétence directe, la pertinence d'une élection de for résulte de la partie générale de la LDIP, en l'espèce l'art. 26, let. b, LDIP (comme indiqué, l'art. 5 en matière de compétence directe). Une disposition spéciale concernant les litiges relatifs aux titres intermédiés n'est pas nécessaire.

Dans le même ordre d'idée, le présent projet prévoit de supprimer l'actuel art. 108, al. 2, let. c, relatif aux droits réels mobiliers. Dans ce cas également, la compétence indirecte du tribunal choisi ressort de l'art. 26, let. b, LDIP, de même que sa compétence directe peut être déduite du seul art. 5 LDIP. Aucune mention n'est faite du for élu en matière de compétence directe. Il en va de même dans le reste des domaines de la LDIP portant sur les contestations en matière patrimoniale qui ne contiennent

également aucune disposition de cette sorte, que ce soit en matière de compétence indirecte, que de compétence directe.

La suppression de cette disposition, dans le cadre du présent projet, apparaît avant tout indiquée, dans la mesure où la mention expresse du tribunal convenu, en ce qui concerne des droits réels mobiliers, pourrait être interprétée de telle sorte que, le for élu, s'il n'était pas mentionné dans le chapitre sur les titres intermédiés, n'y aurait aucune validité, ce d'autant plus que les papiers-valeurs, en fonction du contexte, sont traités en tant que biens mobiliers.

3 Conséquences

3.1 Conséquences pour les finances et le personnel

Réglant une matière relevant exclusivement du droit privé, le projet de loi n'a de conséquences ni sur les finances ni sur le personnel de la Confédération.

3.2 Conséquences dans le secteur informatique

Le projet de loi n'a aucune incidence sur la stratégie informatique de la Confédération.

3.3 Conséquences économiques

3.3.1 Loi fédérale sur les titres intermédiés

La LTI est un acte législatif statuant des règles de droit privé, et non une loi de réglementation du marché financier. Elle crée les conditions-cadres de droit civil régissant les activités de gestion de fortune en Suisse, un domaine de première importance pour l'économie nationale. La LTI s'applique aux valeurs patrimoniales, dont le volume total représente un multiple du produit intérieur brut suisse¹⁸⁸.

Pour apprécier les conséquences économiques de la LTI, il faut avoir présente à l'esprit l'idée qui a présidé à l'ensemble des travaux législatifs: n'intervenir dans des pratiques et des systèmes éprouvés qu'en cas d'absolue nécessité¹⁸⁹. C'était le meilleur moyen d'éviter des coûts inutiles, tant il est vrai que les systèmes de conservation de papiers-valeurs sont en grande partie constitués d'équipements informatiques très complexes et qu'intervenir dans ces systèmes peut rapidement avoir d'importantes conséquences financières.

Le projet de loi n'en règle pas moins la conservation et la gestion des papiers-valeurs de manière claire et transparente, améliorant ainsi la sécurité du droit. Des frais de transaction, découlant par exemple d'expertises juridiques, pourront ainsi être évités et les risques juridiques diminueront. Enfin, la nouvelle loi permettra de

¹⁸⁸ Voir ch. 1.1.1.

¹⁸⁹ Voir le rapport du groupe de travail technique ch. 1.4.3.2 (voir à ce sujet ch. 1.4.1 ci-dessus).

conclure des transactions qui, pour des raisons d'ordre juridique ou institutionnel, ne pouvaient pas l'être jusqu'ici, ou alors au prix de difficultés disproportionnées.

3.3.2 Convention de La Haye sur les titres intermédiés

La ratification de la CLHTI contribuera au développement d'une place financière moderne et sûre. Elaborée avec la participation de la Suisse, la convention constitue le plus important projet d'harmonisation du droit international privé mis sur pied à ce jour dans le domaine de la détention intermédiée de papiers-valeurs. Elle contient notamment des règles permettant de déterminer quel est le droit applicable aux transactions transfrontières. Ces règles de conflit de lois revêtent une importance décisive, en raison de la part déjà très élevée des opérations transfrontières et de l'insécurité juridique qui règne dans ce secteur. La CLHTI clarifie la situation, dans la mesure où elle laisse aux parties un choix limité quant aux règles de droit applicables et garantit leur mise en œuvre uniforme.

Instaurant des règles claires et transparentes en matière de conservation et de gestion internationales des papiers-valeurs, la ratification de la CLHTI garantira la sécurité du droit. Vu sous cet angle, le projet s'inscrit dans le droit fil des efforts entrepris actuellement pour renforcer la place financière suisse et favoriser la croissance économique du pays.

3.4 Programme de législation

Le projet de loi est mentionné dans le rapport du Conseil fédéral du 25 février 2004 sur le Programme de la législation 2003 à 2007 (FF 2004 1035, annexe 1, ch. 1.2).

3.5 Rapports avec le droit européen

Le projet de loi est conçu de manière à satisfaire aux standards minimaux internationaux, en particulier aux standards minimaux européens.

3.6 Bases juridiques

3.6.1 Constitutionnalité

Le projet de loi se fonde sur les art. 98, al. 1, et 122, al. 1, Cst.

Etant donné que le projet de loi définit le statut juridique de l'investisseur comme ne reposant plus sur un droit de (co)propriété, mais sur un droit *sui generis*¹⁹⁰, la question de sa compatibilité avec la garantie de la propriété inscrite à l'art. 26 Cst se pose. Cet article constitutionnel protège en effet la propriété en tant qu'institution fondamentale de l'ordre juridique suisse (garantie institutionnelle)¹⁹¹. Le législateur

¹⁹⁰ Voir ch. 2.1.1.1.

¹⁹¹ Voir le message du Conseil fédéral du 20 novembre 1996 relatif à une nouvelle constitution fédérale, FF 1997 I 172 ss.

est certes libre de définir le contenu concret et l'étendue de la propriété comme il l'entend, mais, ce faisant, il n'a pas le droit d'abolir ou de miner la propriété privée ni de la vider de sa substance. En particulier, il est tenu de préserver les droits essentiels découlant de la propriété que sont le droit de disposition et le droit de jouissance¹⁹². Il doit également observer les conditions posées à la restriction des droits fondamentaux par l'art. 36 Cst¹⁹³.

Le concept de titres intermédiés, qui est au cœur du projet de loi, n'apporte aux droits de l'investisseur que des restrictions résultant de la nature de la chose. Celui qui fait conserver des papiers-valeurs par un dépositaire est nécessairement tributaire du concours de ce dernier, s'il veut transférer les papiers-valeurs ou faire valoir des droits qui en découlent. Ces restrictions s'appliquent de la même manière ou de manière semblable dans le droit en vigueur. Toutefois, à la différence de ce dernier, la LTI règle les rapports juridiques établis dans la chaîne de conservation de manière claire et ordonnée, protégeant en outre efficacement les investisseurs contre les risques liés à la détention intermédiée de papiers-valeurs (voir en particulier l'art. 19, al. 1, LTI). Enfin, le projet de loi laisse aux investisseurs et aux émetteurs la possibilité de conserver leurs papiers-valeurs sous une forme non intermédiée, auquel cas la LTI ne s'applique pas¹⁹⁴. En conclusion, il ne fait aucun doute que le projet de loi respecte les limites imposées au législateur par la garantie de la propriété inscrite dans la constitution.

3.6.2 Déléation de compétences législatives

L'art. 8 LLG est une norme de délégation de compétences (voir ch. 2.1.10 ci-dessus).

¹⁹² Voir à ce sujet, entre autres, ATF **99** Ia 37; **03** Ia 418 s.; **105** Ia 336; **113** Ia 126; Müller, commentaire saint-gallois de l'art. 22^{ter} Cst, ch. marg. 1, 12 ss; Vallender, commentaire saint-gallois de l'art. 26 Cst, ch. marg. 12 s., 29 s.

¹⁹³ Voir Müller, commentaire saint-gallois de l'art. 22^{ter} Cst, ch. marg. 22 ss; Vallender, commentaire saint-gallois de l'art. 26 Cst, ch. marg. 35 ss.

¹⁹⁴ Voir art. 2, al. 1, et art. 8 LTI.

Bibliographie

- Affress Lars/Wallin-Norman Karin, Direct or Indirect Holdings – a Nordic Perspective, *Uniform Law Review* X (2005), 277 ff.
- Bernasconi Christophe, Report on the Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems, Den Haag, November 2000
- Bertschinger Urs, Zum neuen bankengesetzlichen Aussonderungsrecht (Art. 16 und 37b BankG), *AJP* 1995, 426 ff.
- Bettschart Sébastien, *Virement en chaîne et assignation bancaire*, Zürich 2000
- Bloch Pascale/de Vauplane Hubert, Loi applicable et critères de localisation des titres multi-intermédiés dans la Convention de La Haye du 13 décembre 2002, *Journal du droit international (Clunet)* 2005, 3 ff.
- Bodmer Daniel/Kleiner Beat/Lutz Benno, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Stand: 14. Lieferung 2003
- Böckli Peter, *Schweizer Aktienrecht*, 3. Aufl., Zürich 2004
- Boemle Max/Gsell Max, *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Zürich 2002
- Brunner Christoph, *Wertrechte – nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere*, Bern 1996
- Deguée Jean-Pierre/Devos Diego, La loi applicable aux titres intermédiés: l'apport de la Convention de La Haye de décembre 2002, *Revue de droit commercial belge* 2006, 5 ff.
- de Vauplane Hubert (Hrsg.), *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationale et internationales*, Paris 2005
- Druey Jean Nicolas, Die Entmaterialisierung des Wertpapiers, Einige rechtsvergleichende Hinweise, *SAG* 59 (1987), 65 f.
- Ehrenzeller Bernhard/Mastronardi Philippe/Schweizer Rainer J./Vallender Klaus A. (Hrsg.), *Die schweizerische Bundesverfassung, Kommentar*, Zürich 2002 (zit. Bearbeiter/in, St. Galler Kommentar zu Art. ... BV, Rz. ...)
- Eigenmann Antoine, *Projet de loi sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés, aspects choisis*, *SZW* 2006, 104 ff.
- Einsele Dorothee, Das Haager Übereinkommen über das auf bestimmte Rechte im Zusammenhang mit zwischenverwahrten Wertpapieren anzuwendende Recht, *WM* 2003, 2349 ff.
- Foëx Bénédicte, *Transfert et engagement des valeurs mobilières «intermédiées» en droit suisse*, in: Luc Thévenoz/Christian Bovet (Hrsg.), *Journée 2003 de droit bancaire et financier*, Zürich 2004, 55 ff.
- Forstmoser Peter, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über die börsenmässige Behandlung von Globalurkunden, 2. Oktober 1986
- Forstmoser Peter/Lörtscher Thomas, *Namenaktien mit aufgeschobenem Titeldruck*, *SAG* 59 (1987), 50 ff.

Forstmoster Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996

Foyer Jean, La dématérialisation des valeurs mobilières en France, in: Bernard Dutoit/Josef Hofstetter/Paul Piotet, Mélanges Guy Flattet, Lausanne 1985, 21 ff.

Giovanoli Mario, Bargeld – Buchgeld – Zentralbankgeld: Einheit oder Vielfalt im Geldbegriff?, in: Banken und Bankenrecht im Wandel, Festschrift für Beat Kleiner, Zürich 1993, 87 ff.

Girsberger Daniel/Heini Anton/Keller Max/Jren Kostkiewicz Jolanta/Siehr Kurt/Vischer Frank, Volken Paul (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, 2. Aufl., Zürich 2004 (zit. IPRG-Kommentar Zürich Bearbeiter/in, Art. ... Rz. ...)

Girsberger Daniel/Guillaume Florence, Aspects de droit international privé du transfert et du nantissement des papiers-valeurs et des droit-valeurs détenues dans un système de dépôt collectif, in: Luc Thévenoz/Christian Bovet (Hrsg.), Journée 2003 de droit bancaire et financier, vol. 10, Zürich 2004, 15 ff.

Goode Roy/Kanda Hideki/Kreuzer Karl, Convention de La Haye sur les titres, Rapport explicatif, La Haye 2005

Guillaume Florence, 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, 247 ff.

Haab Robert/Simonius August/Scherrer Werner/Zobl Dieter, Zürcher Kommentar, Band IV, Das Sachenrecht, 1. Abteilung: Das Eigentum (Art. 661–729 ZGB), 2. Aufl., Zürich 1977 (zit. ZK-Haab/Simonius/Scherrer/Zobl, Art. ... ZGB Rz. ...)

Haubold Jens, PRIMA-Kollisionsregel mit materiellrechtlichem Kern, RIW 2005, 656 ff.

Hess Martin, Rechtliche Aspekte der Banküberweisung unter besonderer Berücksichtigung des Interbankzahlungsverkehrssystems Swiss Interbank Clearing (SIC), SZW 1991, 101 ff.

Honsell Heinrich/Schnyder Anton K./Vogt Nedim Peter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Internationales Privatrecht, Basel 1996 (zit. BSK IPRG-Bearbeiter/in, Art. ... Rz. ...)

Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Geiser Thomas (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Zivilgesetzbuch II, Art. 457–977 ZGB/Art. 1–61 SchlT ZGB, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2003 (zit. BSK ZGB II-Bearbeiter/in, Art. ... Rz. ...)

Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. ... Rz. ...)

Huber Felix M./Hodel Peter/Staub Gierow Christopher, Praxiskommentar zum Kotierungsrecht der SWX Swiss Exchange, Zürich 2004

Kanda Hideki, Legal Rules in Indirectly Held Investment Securities: The Japanese Situation, Common Problems, and the Unidroit Approach, Uniform Law Review X (2005), 271 ff.

- Kleiner Beat, Zäher Abschied vom Wertpapier im Effektenbereich, SZW 1995, 290 ff.
- Liver Peter, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 19. Juli 1963 (zit. Gutachten 1963)
- Liver Peter, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung über das Effekten-Giro-Sammeldepot-System, 15. Juli 1969 (zit. Ergänzungsgutachten 1969)
- Meier-Hayoz Arthur, Abschied vom Wertpapier?, ZBJV 122 (1986), 385 ff.
- Meier-Hayoz Arthur, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band IV: Sachenrecht, 1. Abteilung: Das Eigentum, 1. Teilband: Systematischer Teil, Allgemeine Bestimmungen, Art. 641–654 ZGB (zit. BK-Meier-Hayoz, Syst. Teil Rz. ...)
- Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000
- Mooney Charles W., Beyond Negotiability: A New Model for Transfer and Pledge of Interests in Securities Controlled by Intermediaries, 12 Cardozo L. Rev. (1990), 315 ff.
- Nobel Peter, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. Aufl., Bern 2004
- Patry Robert, Gutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Begebung von globalurkundlich verbrieften Anleihen (Globalurkunden), 2. April 1985 (zit. Gutachten April 1985)
- Patry Robert, Ergänzungsgutachten für die Schweizerische Bankiervereinigung zur Frage der Globalurkunden (zit. Ergänzungsgutachten August 1985)
- Potok Richard (Hrsg.), Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, 2002
- Rickenbacher Robert, Globalurkunden und Bucheffekten im schweizerischen Recht, Diss. Zürich 1981
- Schefold Dietrich, Grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen und Internationales Privatrecht, IPRax 2000, 470
- St. Galler Kommentar: siehe Ehrenzeller et al.
- Thévenoz Luc, Du dépôt collectif des valeurs mobilières aux titres intermédiés: un saut épistémologique, in: Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag, Bern 2005, 681 ff.
- von der Crone Hans Caspar, Rechtliche Aspekte der direkten Zahlung mit elektronischer Überweisung (EFTPOS), Diss. Zürich 1988
- von der Crone Hans Caspar/Kessler Franz J./Gersbach Andreas, Der Entwurf zu einem schweizerischen Wertpapierverwahrungsgesetz (WVG), in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bd. 11 2002/2003, Bern 2004, 135 ff.
- Watter Rolf/Vogt Nedim Peter/Bauer Thomas/Winzeler Christoph, Basler Kommentar, Bankengesetz, Basel 2005 (zit. BSK BankG-Bearbeiter, Art. ... Rz. ...)

Zobl Dieter, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Band IV: Das Sachenrecht, 2. Abteilung: Die beschränkten dinglichen Rechte, 5. Teilband: Das Fahrnispfand, 1. Unterteilband: Systematischer Teil und Art. 884–887 ZGB, Bern 1982 (zit. BK-Zobl, Syst. Teil Rz. ...)

Zobl Dieter, Internationale Übertragung und Verwahrung von Wertpapieren, SZW 2001, 105 ff.

Zobl Dieter/Lambert Claude, Zur Entmaterialisierung der Wertpapiere, SZW 1991, 117 ff.

Documents

Aktionsplan für den Finanzbinnenmarkt vom 11. Mai 1999, vgl. http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/general/action.htm (zit. Aktionsplan 1999)

Canadian Securities Administrators Uniform Securities Transfer Act Task Force, Proposal for a modernized uniform law in Canada governing the holding, transfer and pledging of securities, Consultation paper, o.O., 1. August 2003 (zit. Canadian Task Force Consultation Paper)

Canadian Securities Administrators Uniform Securities Transfer Act Task Force, Proposals for a Uniform Securities Transfer Act, o.O., 1. August 2003; abrufbar unter http://www.ulcc.ca/en/poam2/Proposed_USTA_EN.pdf (zit. Canadian Task Force Proposals)

Committee on Payment and Settlement Systems/Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Recommendations for securities settlement systems, November 2001, Empfehlung 6; vgl. www.bis.org oder www.iosco.org (zit. Committee on Payment and Settlement Systems)

Committee on the Global Financial System, Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics, Basel 2001 (zit. Committee on the Global Financial System)

Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brüssel, November 2001 (zit. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements)

Financial Markets Law Committee, Property Interests in Investment Securities, Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in indirectly held investment securities, with a statement of principles for an investment securities statute, Juli 2004 (zit. Financial Markets Law Committee, Investment Securities)

Group of Thirty, Global Clearing and Settlement, A Plan of Action, Washington 2003 (zit. Group of Thirty)

Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brüssel, April 2003

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)/Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, Basel 1999 (zit. Technical Committee)

Unidroit Study Group, Draft convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary, Unidroit 2003 – Study LXXVIII – Doc 13 (zit. Unidroit Draft convention 2004)

Unidroit Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities, Position Paper, Rom, August 2003, 10 und Fn. 11; das Papier ist abrufbar unter <http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/studygroup/positionpaper-2003-08.pdf> (zit. Unidroit Position Paper)

Unidroit-Übereinkommensentwurf, Unidroit 2006 – Study LXXVIII – Doc. 42 (Preliminary draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities, as adopted by the Committee of Experts at its second session, held in Rome, 06–14 March 2006; zit. Unidroit-Übereinkommensentwurf)

