



**CONFERENCE DIPLOMATIQUE POUR L'ADOPTION
D'UNE CONVENTION SUR LES REGLES DE DROIT
MATERIEL APPLICABLES AUX TITRES INTERMEDIÉS
Session finale**
Genève, 5 au 7/9 octobre 2009

UNIDROIT 2009
CONF. 11/2 – Doc. 7
Original: anglais
6 août 2009

Observations

(présentées par EuropeanIssuers)

EuropeanIssuers est une organisation paneuropéenne constituée pour promouvoir les intérêts des sociétés émettrices. Elle a pour membres les associations et sociétés nationales de 14 pays européens qui comptent environ 9200 sociétés cotées dont la somme des encours gérés s'élève à environ 4,5 milliards d'euro. Ainsi, elle représente la grande majorité des sociétés cotées en Europe. Les membres de EuropeanIssuers proviennent de divers secteurs dont ceux de l'automobile, de la nutrition, de l'énergie, de la santé, de la construction, des services financiers et de beaucoup d'autres. Elles ont en commun le fait qu'elles sont toutes détenues par le public, ce qui fait qu'elles sont soumises à des réglementations strictes et complexes. A travers EuropeanIssuers, les sociétés cotées peuvent engager des discussions directes avec les décideurs au niveau européen, transatlantique et global. Parmi les domaines d'intérêt habituels, on compte les droits des actionnaires, la gouvernance d'entreprise, la transparence, la compensation et le règlement-livraison, ainsi que l'information et l'audit financiers. Notre objectif final est de parvenir à obtenir des marchés financiers européens totalement intégrés, liquides et qui fonctionnent bien. De plus amples informations sont disponibles sur le site www.europeanissuers.eu.

I. INTRODUCTION

EuropeanIssuers réitère les préoccupations déjà exprimées sur le projet de Convention d'UNIDROIT sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (ci-après le "projet de Convention" ou la "Convention") dans ses documents précédents sur ce sujet datés du 3 novembre 2006, du 20 avril 2007 et du 30 juin 2008 respectivement¹. Le projet de Convention a le mérite de viser à harmoniser le cadre juridique régissant les titres qui sont portés au crédit d'un compte de titres. Il faut concilier d'une part les droits et obligations qui en découlent à l'encontre de l'intermédiaire qui fournit le compte et, d'autre part, ceux à l'encontre des tiers qui ont un droit sur l'intermédiaire. La Convention doit cependant se conformer à cet objectif clair et bien défini. Toutefois, la Convention menace de toucher à la relation entre l'émetteur et l'actionnaire et prévaut dans certains cas sur le droit de l'émetteur. Cela est suggéré par les commentaires sur la relation entre les articles 8 et 9 ainsi qu'à propos de l'article 29 du projet de Convention. Il ne reconnaît pas le principe que le droit de l'émetteur devrait être la seule SOURCE lorsqu'il s'agit de l'octroi aux actionnaires des droits prévus par le droit des sociétés ("*corporate law rights*"). La Convention devrait s'abstenir d'interférer avec le droit des sociétés relatif aux titres et avec la relation entre les actionnaires et les émetteurs, y compris les droits accordés aux actionnaires par les émetteurs et à mettre en oeuvre à leur encontre. Et cela d'autant plus que la Directive 2007/36/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 concernant l'exercice de certains droits des actionnaires de sociétés cotées (14.7.2007), ci-après dénommée la "Directive sur les droits des actionnaires" fait maintenant partie de l'acquis communautaire. Il est de la plus haute importance que la Convention respecte l'intégrité et la souveraineté de ce cadre juridique européen.

¹ Voir ces documents sur la page
<http://www.europeanissuers.eu/en/?inc=page&pageid=position&keyword=Unidroit>.

II. COMMENTAIRES

Article 8 – Relations avec les émetteurs

a) Texte du projet de Convention

"1. Sous réserve de l'article 29(2), la présente Convention n'affecte aucun droit du titulaire de compte à l'encontre de l'émetteur des titres.

2. La présente Convention ne détermine pas la personne que l'émetteur doit reconnaître comme le titulaire des titres, comme la personne qui a le droit de jouir et d'exercer les droits attachés aux titres, ou pour toute autre fin."

b) Commentaires

Bien que le Commentaire sur l'article 8 indique de façon explicite que les aspects relevant du droit des sociétés sont exclus du champ d'application de la future Convention, il est certain que celle-ci a des effets sur la relation émetteur-actionnaire.

Article 8(1)

L'article 8(1) subordonne l'exclusion à l'article 29(2) qui impose à l'émetteur, en tant qu'exception à l'article 8, de reconnaître la structure de détention par le biais de *nominee* ainsi que l'exercice fractionné des droits de vote. Dans sa forme actuelle (voir ci-dessous), l'article 29 touche au contenu du droit des sociétés applicable, et équivaut à permettre à chaque intermédiaire de la chaîne de voter au nom de l'actionnaire / titulaire de compte, ce qui va à l'encontre des principes généralement acceptés en vertu du droit des sociétés de tous les Etats membres.

En fait, tout devient clair lorsqu'on lit également l'article 9 (voir ci-dessous) ainsi que les commentaires sur la relation entre l'article 8 et l'article 9(1): "*Lorsque les titres sont crédités au compte de titres, le titulaire de compte acquiert les droits visés à l'article 9(1)(a). Bien que l'article 8(1) utilise les termes "n'affecte aucun droit", il ne constitue pas une exception à l'article 9(1)(a). En d'autres termes, l'article 8(1) n'est pas destiné à s'opposer ou à limiter d'une autre façon le droit attaché au crédit en vertu de l'article 9(1)(a). L'article 8(1) s'applique aux questions afférentes à la relation entre le titulaire de compte et l'émetteur au-delà même de ce qui est énoncé à l'article 9(1)(a).*"

Nous avons quelques difficultés à appréhender ce qui est au-delà des droits énoncés à l'article 9(1)(a), en particulier puisqu'ils comprennent le droit à des parts de sociétés comme les distributions et le droit de vote à l'assemblée générale !

Il nous faut par conséquent conclure que l'article 8 est très trompeur. Nous sommes fortement opposés au texte du projet de Convention qui s'est progressivement transformé en un cadre juridique international pour les titres intermédiés qui aura des effets importants sur la relation entre l'émetteur et l'actionnaire, c'est-à-dire les droits aux parts de sociétés y compris le pouvoir de décision aux assemblées générales des actionnaires. La notion d'actionnaire est ainsi en train de devenir subordonnée à celle de titulaire de compte. Pour le bénéfice et la commodité de l'industrie des valeurs mobilières, tous les droits dériveraient du fait d'être le titulaire d'un compte de titres. Dans un système où les titres sont détenus à travers une chaîne intermédiée, il existe une série de fournisseurs de compte et par conséquent aussi de titulaires de comptes pour chaque position de titres détenus par un investisseur final. Il est alors facile de comprendre que le projet de

Convention vise à faire peser tout le poids sur les titulaires de comptes – comprendre l'industrie des valeurs mobilières -, car la plupart des fournisseurs de comptes dans la chaîne sont également des titulaires de comptes. Il s'agit d'une véritable attaque au cœur des droits sociaux. Cette disposition devrait par conséquent être supprimée ou, au moins, fondamentalement modifiée (voir les observations supplémentaires ci-dessous).

Article 8(2)

L'article 8(2) ne détermine pas la personne que l'émetteur doit reconnaître. Cependant, les exemples donnés dans le projet de Commentaire officiel semblent suggérer que cette disposition ne s'appliquerait qu'aux actions nominatives et que pour les actions au porteur les droits attachés aux titres, y compris les droits de vote, seront conférés au titulaire de compte conformément à l'article 9, indépendamment de ce que prévoit le droit de l'émetteur. Les commentaires devraient indiquer clairement que le principe posé par l'article 8(2) s'applique à tous les types d'actions sans distinction.

c) Proposition

L'article 8(1) devrait être réécrit comme suit:

1. *La présente Convention ne régit pas les questions de droit des sociétés, y compris la relation entre l'émetteur et l'actionnaire, et n'affecte en aucune façon le droit de l'émetteur concernant la création, la modification ou l'élimination sous quelque forme que se soit de la position en tant qu'actionnaire d'un émetteur ou des droits d'un actionnaire vis-à-vis de l'émetteur qui sont prévus dans les titres intermédiés ou qui en résultent.*

Article 9 – Titres intermédiés

a) Texte du projet de Convention

"1. *Le crédit de titres sur un compte de titres confère au titulaire de compte:*

a) le droit de jouir et d'exercer les droits attachés aux titres, comprenant notamment les dividendes, toute autre distribution et les droits de vote:

i) lorsque le titulaire de compte n'est pas un intermédiaire ou lorsqu'il est un intermédiaire agissant pour son propre compte; et

ii) dans tout autre cas, si le droit non conventionnel le prévoit;

b) le droit, par instruction à l'intermédiaire pertinent, d'effectuer une disposition conformément à l'article 11 ou de conférer un droit conformément à l'article 12;

c) le droit, par instruction à l'intermédiaire pertinent, de faire en sorte que les titres soient détenus autrement qu'à travers un compte de titres, dans la mesure permise par la loi applicable, les conditions régissant ces titres et, dans la mesure permise par le droit non conventionnel, la convention de compte ou les règles uniformes d'un système de règlement-livraison;

d) sauf disposition contraire de la présente Convention, tous autres droits, y compris des droits sur des titres, conférés par le droit non conventionnel.

2. *Sous réserve de dispositions contraires de la présente Convention:*

- a) *les droits visés au paragraphe 1 sont opposables aux tiers;*
- b) *les droits visés au paragraphe 1(a) peuvent être exercés à l'encontre de l'intermédiaire pertinent ou de l'émetteur des titres, ou des deux, conformément à la présente Convention, aux conditions régissant les titres et à la loi applicable;*
- c) *les droits visés au paragraphe 1(b) et (c) ne peuvent être exercés qu'à l'encontre de l'intermédiaire pertinent.*

3. *Lorsqu'un titulaire de compte a acquis une garantie, ou un droit limité autre qu'une garantie, par le crédit de titres porté à son compte de titres conformément à l'article 11(4), le droit non conventionnel détermine les limites applicables aux droits visés au paragraphe 1 du présent article."*

b) Commentaires

L'article 9(1) fait référence aux droits attachés aux actions qui résultent d'une écriture sur un compte de titres. Comme on l'a indiqué plus haut, il faudrait faire une distinction plus nette entre les droits conférés à l'actionnaire, qui sont déterminés par la "*lex societatis*" applicable, et les effets juridiques des droits acquis par le titulaire de compte et leur opposabilité aux tiers, qui devraient relever du projet de Convention. Si les premiers concernent la relation entre l'émetteur et l'investisseur et devraient rester en dehors de la future Convention, les seconds couvrent la relation entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent qui devrait être l'unique matière couverte par la Convention.

Plus exactement, s'il est clair qu'il faudrait attribuer la même importance juridique à une inscription sur un compte de titres, c'est le rôle central du fournisseur/teneur de compte – en protégeant les droits du titulaire de compte final (voir les observations sur l'article 10 ci-dessous) – qui devrait primer sur toute liste d'attributs légaux, à travers des droits minimum attachés aux titres, ce qui est une matière qui relève du droit des sociétés applicable et ne devrait pas relever du champ d'application de la future Convention. Comme EuropeanIssuers l'a déjà indiqué dans des documents précédents, les droits attachés aux titres ne peuvent être exercés que par le titulaire de compte final et le droit des sociétés applicable devrait en déterminer la portée.

Quelle est la raison d'être d'une telle disposition qui décrit les droits d'un actionnaire dans une convention qui vise à protéger les droits du titulaire d'un compte de titres à l'encontre (d'une éventuelle insolvabilité) du fournisseur de compte ?

Si cette disposition sert à mettre sur le même plan le système comptable et la détention non intermédiée de titres, elle devrait simplement indiquer que le titulaire d'un compte de titres qui est le titulaire de compte final – excluant de la sorte tout intermédiaire qui n'agit pas pour son propre compte – jouit des droits d'un actionnaire en ce qui concerne les titres portés au crédit de ce compte. Elle devrait se limiter à cela, et le dire clairement, sans décrire quels sont ces droits. En effet, on ne répétera jamais assez que la Convention n'est pas le cadre juridique adéquat pour traiter des droits des actionnaires, qui relèvent du droit des sociétés.

L'article 9(1)(a)(ii) menace d'ouvrir la voie à l'exercice des droits attachés à des titres par tout intermédiaire dans la chaîne, "si le droit non conventionnel le prévoit", ce qui peut entraîner des droits concurrents car le "droit non conventionnel" peut être différent de la loi des sociétés applicable. Il viole par ailleurs les droits fondamentaux du titulaire de compte final.

Conformément au commentaire sur l'article 1(m) de la Convention, le droit non conventionnel se réfère au droit matériel (autre que la Convention) de l'Etat contractant qui est pertinent au regard des questions couvertes par la Convention. Dans certains cas, la Convention l'emporte sur ces règles, dans d'autres cas la Convention envisage que ces règles peuvent compléter ses dispositions et dans d'autres cas encore, ces règles peuvent déroger aux dispositions de la Convention.

L'article 2 du projet de Convention détermine l'application du droit conventionnel et du droit non conventionnel. En vertu de l'article 2(1) du projet de Convention, *"la ... Convention s'applique lorsque les règles de conflit de lois applicables désignent la loi en vigueur dans un Etat contractant comme étant la loi applicable"*. Cette règle de conflit de lois peut désigner la loi d'un autre Etat qui est un Etat contractant et qui par conséquent n'est pas nécessairement le droit matériel de l'Etat du for.

Le Commentaire officiel (para. 1-53) affirme en outre que le droit non conventionnel ne devrait pas être confondu avec la loi applicable qui est *"la loi qui est applicable en vertu des règles de droit international privé du for. La loi applicable peut, ou peut ne pas être, le droit non conventionnel"*.

Cela signifie que la loi applicable désignée par la règle de conflit de loi du for dans des matières qui ne relèvent pas de la Convention, par exemple le droit des sociétés, peut ne pas être la même loi que celle qui est applicable en vertu de la règle de conflit de loi du for dans des matières qui relèvent du champ d'application de la Convention, avec pour résultat un conflit de droits potentiel en ce qui concerne la relation entre l'émetteur et le titulaire de compte final.

L'article 9 du projet de Convention peut également remettre en cause le principe de l'actionnariat au nominatif dans la mesure où il peut avoir pour résultat que des droits dérivent du crédit sur un compte de titres tenu par l'intermédiaire (article 9(1)) et soient considérés opposables à l'émetteur (article 9(2)), alors que c'est l'inscription sur le registre de la société qui devrait prouver la propriété des titres nominatifs. Il faudrait par conséquent modifier la première phrase de l'article 9(2) pour faire place au "droit non conventionnel" dans une matière non couverte par la Convention.

c) Proposition

L'article 9 devrait se lire comme suit:

- "1. Le crédit de titres sur un compte de titres confère au titulaire de compte final les droits dont jouit un actionnaire en vertu du droit des sociétés applicable, sans préjudice de toute condition supplémentaire explicite prévue par ce droit des sociétés applicable.*
- 2. Sous réserve de dispositions contraires de la présente Convention, les droits visés au paragraphe 1 sont opposables aux tiers.*
- 3. ... "*

En alternative, il faudrait supprimer dans l'article 9(1)(a)(ii), les mots "dans tout autre cas, si le droit non conventionnel le prévoit".

Il convient d'ajouter la définition de "titulaire de compte final" pour distinguer le titulaire de compte en général du titulaire de compte qui n'agit pas pour quelqu'un d'autre, mais qui agit strictement en son nom propre et pour son propre compte. La nouvelle définition devrait se lire ainsi:

"titulaire de compte final" désigne un titulaire de compte qui agit pour son propre compte.

Article 10 - Mesures pour permettre aux titulaires de comptes de jouir et d'exercer leurs droits

a) Texte du projet de Convention

"1. Un intermédiaire doit prendre les mesures appropriées pour permettre à ses titulaires de comptes de jouir et d'exercer les droits visés à l'article 9(1).

2. La présente Convention n'impose pas à l'intermédiaire pertinent d'établir un compte de titres auprès d'un autre intermédiaire ni d'accomplir un acte qu'il n'a pas le pouvoir d'accomplir."

b) Commentaires

L'obligation de "prendre des mesures appropriées pour permettre" au titulaire de compte "d'exercer les droits visés à l'article 9(1)" pourrait impliquer, dans certains pays (en particulier non européens), l'exercice de droits de vote par une personne qui agit en son nom propre mais pour le compte d'une autre personne (y compris un mandataire). Cependant, dans de nombreux pays européens, les dispositions sur les parts sociales et les principes généraux de gouvernance d'entreprise exigent l'identification de l'actionnaire, alors que l'intermédiaire est habituellement considéré comme simple dépositaire des instruments financiers considérés. Afin d'éviter des problèmes découlant de règles différentes, et pour garantir la transparence, la Convention devrait protéger le droit de l'émetteur d'exiger de l'intermédiaire qu'il divulgue l'identité du titulaire de compte final.

c) Proposition

L'article devrait par conséquent se lire comme suit:

"1. L'intermédiaire pertinent doit prendre les mesures appropriées pour

- i) permettre à ses titulaires de comptes légalement habilités de jouir et d'exercer les droits visés à l'article 9(1)
- ii) lorsque cela est demandé par l'émetteur d'un titre crédité sur un compte de titres fourni par un fournisseur de compte, ou en son nom, divulguer l'identité du titulaire de compte final relatif à ce titre.

2. ..."

Article 29 - Position des émetteurs

a) Texte du projet de Convention

"1. La loi d'un Etat contractant permet la détention auprès d'un ou de plusieurs intermédiaires de titres négociables sur un marché boursier ou réglementé ainsi que l'exercice effectif conformément à l'article 9 des droits attachés aux titres ainsi détenus, mais elle n'est pas tenue d'exiger que ces titres soient émis selon des conditions qui permettent leur détention auprès d'intermédiaires.

2. En particulier, la loi d'un Etat contractant reconnaît la détention de ces titres par une personne agissant en son nom pour le compte de tiers et elle permet à cette personne d'exercer différemment les droits de vote ou d'autres droits relatifs à différentes fractions des titres de même genre qu'elle détient; cependant la présente Convention ne détermine pas les conditions auxquelles cette personne est autorisée à exercer ces droits."

b) Commentaires

Cette disposition ne traite pas de la relation entre le titulaire de compte et le fournisseur de compte. Elle traite exclusivement de la façon dont les titres peuvent être détenus, ce qui relève purement du droit des sociétés, et la Convention ne devrait par conséquent pas y toucher parce qu'elle ne constitue pas le cadre juridique approprié. Cela est d'autant plus vrai pour le paragraphe 2 qui prévoit même l'exercice des droits de vote, ce qui va bien au-delà du champ d'application de la future Convention. Non seulement cette disposition équivaut à permettre à chaque intermédiaire dans la chaîne de voter pour le compte de l'actionnaire / du titulaire de compte final, mais elle interfère aussi avec la manière dont ces droits peuvent être exercés. Le Commentaire officiel devrait indiquer de façon extrêmement claire que les conditions que le droit non conventionnel peut poser comprennent des conditions de transparence².

c) Proposition

Nous préconisons fortement la suppression de l'ensemble de l'article 29 ou, si cela s'avérait impossible, au moins du paragraphe 2.

- FIN -

² Ces conditions de transparence pourraient par exemple inclure ce qui suit:

- Le représentant devrait, si cela est demandé, notifier son statut de représentant à la société émettrice.
- Le représentant devrait divulger, si la société émettrice le demande, le nom de son mandant ainsi que le nombre d'actions détenus pour son compte.
- Le représentant ne devrait être autorisé à exercer les droits de vote que conformément aux instructions données par l'actionnaire et être en mesure de fournir la preuve de ces instructions.