



**COMITE D'EXPERTS GOUVERNEMENTAUX  
D'UNIDROIT POUR LA PREPARATION D'UN PROJET  
DE CONVENTION SUR L'HARMONISATION DES  
REGLES DE DROIT MATERIEL APPLICABLES AUX  
TITRES INTERMEDIÉS  
Deuxième session  
Rome, 6-14 mars 2006**

UNIDROIT 2006  
Etude LXXVIII – Doc. 36  
Original: anglais  
Mars 2006

## ***OBSERVATIONS DES GOUVERNEMENTS ET DES ORGANISATIONS INTERNATIONALES***

*(Observations du Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique)*

### **DIVERGENCES DANS LES DROITS INTERNES MATERIELS AFFECTANT LA DETENTION INTERMEDIÉE DE TITRES - QUELQUES PROBLEMES**

La situation de base suivante est une version simplifiée de la situation exposée dans le Chapitre 2 de l'ouvrage de Richard Potok, *Cross-Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws*. Les résultats en vertu du projet de Convention d'UNIDROIT qui sont exposés ci-après supposent que tous les Etats impliqués sont parties à la Convention. En outre, chaque exemple part du principe que tous les pays pertinents sont parties à la Convention de La Haye sur les titres et que la loi applicable est déterminée en vertu de cette Convention.

#### **SITUATION DE BASE – Voir Cas de figure 1a**

1. L'émetteur est constitué dans l'Etat A et émet 5000 actions.
2. Le DCT est situé dans l'Etat B. Toutes les actions de l'émetteur sont détenues auprès du DCT, qui détient des certificats matériels de titres pour la détention à son siège dans l'Etat B.
3. Le sous-dépositaire du DCTI est situé dans l'Etat B. Il est un participant du DCT. Le DCT a crédité 3000 actions de l'émetteur sur le compte du sous-dépositaire du DCTI.
4. Le DCTI est situé dans l'Etat C. Le sous-dépositaire du DCTI conserve des titres pour le DCTI. Le sous-dépositaire du DCTI a crédité 2500 actions de l'émetteur sur le compte du DCTI.
5. La banque est située dans l'Etat D. La banque est un participant du DCTI. Le DCTI a crédité 1200 actions de l'émetteur sur le compte de la banque au DCTI.
6. L'investisseur est situé dans l'Etat E. L'investisseur est un client de la banque. La banque a crédité 500 actions de l'émetteur sur le compte de l'investisseur à la banque. La banque et l'investisseur ont une convention de compte régie par les lois de l'Etat D.
7. Le preneur de garantie est situé dans l'Etat F. Le preneur de garantie est un client de la banque. Le preneur de garantie fait un prêt à l'investisseur. L'investisseur effectue un nantissement sur 500 actions de l'émetteur en faveur du preneur de garantie. Le nantissement est reflété par un virement du compte de titres de l'investisseur à la banque vers un compte de titres du preneur de garantie à la banque.

## PROBLEMES

### 1. Saisie à l'échelon supérieur

a. **Voir Cas de figure 1a.** Un créancier du DCTI obtient un jugement à l'encontre du DCTI dans l'Etat B. L'Etat B autorise la saisie au niveau de détention auquel les certificats des titres sont détenus matériellement. Un tribunal de l'Etat B ordonne une saisie contre des actions de l'émetteur détenus par le DCT dans la limite de la position du DCTI à l'égard de ces actions. Le DCT ne dispose pas de moyens pour identifier la part de ces titres qu'il détient au nom du DCTI, et par conséquent répond à l'ordre de saisie en bloquant temporairement toutes les opérations relatives aux actions de l'émetteur qu'il détient. Examinons les conséquences de ce blocage sur les opérations relatives à cette émission en aval de la chaîne d'intermédiaires <sup>1</sup>.

**Résultats du projet de Convention: Alternative 1:** la saisie à l'échelon supérieur est interdite. Le créancier en vertu du jugement doit effectuer la saisie au niveau du compte de titre du DCTI auprès du sous-dépositaire du DCTI dans l'Etat B. En vertu de l'alternative 1, le DCT ne reçoit jamais un ordre de saisie. **Alternative 2:** l'Etat B a fait une déclaration en vertu de la Convention autorisant (dans son régime interne) la saisie à l'échelon supérieur. Cela suppose que les divers problèmes que nous avons soulevés avec cette approche pourraient être résolus, y compris les préoccupations des participants au marché en ce qui concerne le risque systémique. Si la seconde approche est adoptée, elle devrait être soumise à des conditions qui incluent, mais qui ne seront pas limitées aux conditions suivantes: (i) la déclaration serait seulement relative aux comptes régis par le droit de cet Etat (dans notre exemple, l'Etat B) et (ii) les systèmes et procédures de cet Etat doivent fournir un moyen objectif d'identification, à l'échelon supérieur, des droits détenus à un échelon inférieur. En vertu de l'alternative 2, le DCT recevrait toujours un ordre de saisie, mais pourrait y répondre sans que cela n'ait d'effet pour les parties autres que le DCTI. Enfin, si les comptes sont tenus par un dépositaire dont l'activité est régie par le droit de l'Etat C, alors la règle de la Convention — pas de saisie à l'échelon supérieur — s'applique et les droits du preneur de garantie ne peuvent être affectés par une saisie à l'échelon supérieur.

b. **Voir Cas de figure 1b.** A cet égard, examinons les faits de l'affaire *Fidelity Partners, Inc. v. First Trust Company of New York* illustrée dans ce cas de figure. Philguarantee détenait un droit sur certaines obligations philippines ("*Front-Loaded Interest Reduction Bonds*" ou "FLIRB's") par l'intermédiaire de la banque ING de Manille aux Philippines. La banque ING de Manille, quant à elle, détenait son droit sur les FLIRB's à travers le système Euroclear au moyen de titres acquis par inscription au crédit d'un compte à son nom au bureau Morgan Guaranty de Bruxelles. Le bureau Morgan Guaranty de Londres agissait en qualité de sous-dépositaire de Morgan Guaranty de Bruxelles pour l'obligation. Morgan Guaranty de Londres était le seul propriétaire inscrit de l'obligation FLIRB sur les registres de la First Trust Company de New York, qui servait d'agent fiscal et de paiement, de conservateur, d'agent de transfert et d'authentification pour l'obligation au nom de l'émetteur, la République des Philippines.

Un créancier américain de Philguarantee, Fidelity Partners, a essayé de saisir le droit de Philguarantee sur les FLIRB au niveau de la First Trust Company aux Etats-Unis. Le Tribunal new-yorkais a jugé que Fidelity Partners pouvait seulement saisir les droits de Philguarantee auprès du dépositaire des titres, la banque ING, où il avait son propre compte de titres. Néanmoins, supposons que le tribunal ait conclu qu'en vertu du droit américain, le créateur pouvait saisir le droit de Philguarantee au niveau de la First Trust Company.

**Résultats du projet de Convention:** Idem que a.

---

<sup>1</sup> Voir Philipp Paech, "Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the Unidroit Project," *Uniform Law Review/Revue de droit uniforme*, 2002, 1155, § 3.2.2.

## 2. Insolvabilité, traçabilité et revendications.

**Voir Cas de figure 2.** Supposons que l'investisseur n'ait pas constitué un nantissement en faveur du preneur de la garantie. Après avoir acquis une position dans les 500 actions de l'émetteur, l'investisseur dépose 100 actions supplémentaires sur son compte à la banque. Il commence alors une série de transferts des actions de l'investisseur, conformément auxquels 50 actions sont créditées sur le compte de titres d'Alpha auprès d'un intermédiaire dans l'Etat E; 250 actions sont créditées sur le compte de titres de Beta auprès d'un intermédiaire situé dans l'Etat F; 250 actions sont créditées sur le compte de titres de Gamma auprès d'un intermédiaire situé dans l'Etat G; et enfin 50 actions sont créditées sur le compte de titres de Delta auprès d'un intermédiaire situé dans l'Etat H. Ces transferts sont effectués par des ordres donnés par l'investisseur à la banque; les débits depuis le compte de la banque au DCTI; les crédits vers les comptes des intermédiaires pertinents au DCTI; et les crédits vers les comptes d'Alpha, Beta, Gamma et Delta auprès de leurs intermédiaires respectifs. Conformément aux conventions de comptes entre Alpha, Beta, Gamma et Delta et leurs intermédiaires respectifs, les lois des Etats E, F, G, et H, respectivement, s'appliquent à chaque crédit concernant les questions décrites à l'article 2(1) de la Convention de La Haye sur les titres. La validité du crédit des 100 actions supplémentaires est ensuite attaquée. Après l'avoir découvert, le DCTI débite le compte de la banque de 100 actions non valides. La banque essaie alors de récupérer ce montant d'actions chez son client, l'investisseur, qui devrait être obligé de livrer des titres de remplacement à son intermédiaire, la banque. Toutefois, si l'investisseur est insolvable et que la banque ne peut récupérer ces actions, alors cette dernière peut être chargée de l'achat d'actions de remplacement pour couvrir le manque. Elle disposera d'un recours contre l'insolvabilité de l'investisseur.

Qui de Alpha, Beta, Gamma ou Delta a les "mauvaises" actions? La réponse à cette question dépendra d'une règle de convenance posée par la loi qui régit la matière, qui sera toujours arbitraire en un sens. En vertu de la présomption "*first in, first out*", Gamma et Delta seront considérés comme ayant chacun 50 "mauvaises" actions. En vertu du régime "*last in, first out*", Alpha et Beta seront considérés comme les détenteurs des "mauvaises" actions. En vertu d'un régime de partage au *pro rata*, Alpha, Beta, Gamma et Delta supporteront tous de façon proportionnelle quelques unes des "mauvaises" actions. De plus, s'il existe une règle d'acquisition de bonne foi, aucun des quatre ne sera débité, et la banque devra trouver des actions supplémentaires afin d'équilibrer les livres de comptes.

Supposons que les lois des Etats E, F, G et H choisissent chacun d'appliquer des règles différentes à cet égard: E dispose de la règle "*first in, first out*"; F dispose de la règle "*last in, first out*"; G dispose du partage au *pro rata*; et H dispose du partage au *pro rata* avec une règle d'acquisition de bonne foi. De quelle façon les "mauvaises" actions seront-elles réparties? Supposons de plus que Alpha, Beta, Gamma et Delta sont eux-mêmes des intermédiaires dont les détentions de ces titres sur les livres de comptes de leurs intermédiaires sont en fait pour leurs propres clients. Comment seront réparties les "mauvaises" actions sur ces comptes de clients? Si chaque droit interne a une méthode de répartition des manques différente, les investisseurs dans une position comparable — à *savoir* celle d'un acquéreur de bonne foi — pourraient être traités différemment: par exemple, l'un pourrait ne pas en subir les effets et l'autre pourrait avoir à abandonner son droit. Examinons une autre hypothèse dans laquelle un acquéreur n'a pas subi les effets de la répartition des manques mais possède des biens dans un système qui prévoit la traçabilité, et ces biens sont ensuite saisis afin de recouvrer les titres. En outre, il ne faut pas perdre de vue que cet exemple est simplifié au maximum. Dans la réalité, les débits et crédits sont compensés, de façon à ce qu'il ne soit pas nécessairement possible d'identifier la personne ayant procédé au transfert. Il y a des chances pour qu'il y ait plus de crédits de "bons" titres au moment où certains, mais pas tous les "mauvais" titres, ont été considérés comme ayant quitté le compte de l'investisseur, et que Alpha, Beta, Gamma et Delta seraient tous engagés dans d'autres opérations en vertu desquelles les "mauvais" titres sont passés ou ont été considérés comme passés vers d'autres titulaires de comptes.

**Résultats du projet de Convention:** L'une ou l'autre des versions de la règle de l'acquisition de bonne foi (*Voir* Articles 7 et 11) protégerait tous les cessionnaires, autres que l'investisseur, qui ont reçu un crédit. Parce que tous les crédits sur un compte de titres ne dérivent pas d'un cédant identifiable, il apparaît logique de reformuler la règle de l'acquisition de bonne foi comme une exonération de responsabilité. La protection ne devrait pas être refusée seulement parce qu'un acquéreur de bonne foi ne peut pas identifier un cédant en particulier.

L'investisseur devrait être soumis à l'obligation de livrer des bons titres de remplacement à son intermédiaire, la banque. Si l'investisseur est insolvable, sa banque disposerait d'un recours contre l'investisseur dans la procédure d'insolvabilité de ce dernier <sup>2</sup>.

### **3. Autres problèmes d'interconnexion**

**a. Voir Cas de figure 1a.** La propriété des actions de l'émetteur par la Banque, qui sont des titres dématérialisés, est seulement reflétée par une inscription en compte au DCTI. L'Etat D exige un certificat matériel afin de considérer un instrument financier comme un "titre." La banque exige du DCTI d'émettre un titre matériel. L'Etat C interdit au DCTI, à la banque et aux autres intermédiaires d'incorporer les titres dans un certificat. L'investisseur devient insolvable. Le droit de l'Etat D s'applique à l'opposabilité de la sûreté du preneur de garantie. Toutefois, en l'absence de certificat, l'Etat D n'accorde pas aux sûretés les protections qu'il accorde autrement aux titres, exposant ainsi le preneur de garantie à un risque d'insolvabilité <sup>3</sup>.

**Résultats du projet de Convention:** En vertu de la Convention, la banque recevrait tous les bénéfices (*Voir* article 5) du crédit des titres intermédiés sur son compte. Et cela serait obtenu indépendamment de l'obligation d'un certificat par l'Etat D.

**b. Voir Cas de figure 1a.** En vertu du droit de l'Etat B, les transferts ne sont opposables que s'ils sont inscrits sur les livres de comptes du DCT; le sous-dépositaire du DCTI, et tout autre intermédiaire reconnu par la loi, est traité uniquement comme un "teneur de comptes". Le DCT a inscrit dans ses livres de comptes que le DCTI s'est vu transférer 2500 actions de l'émetteur. Les autres faits sont identiques à notre situation de base. Le DCTI devient insolvable, et ne dispose pas de suffisamment d'actions de l'émetteur pour satisfaire ses titulaires de comptes. En vertu de la loi de l'Etat B, la sûreté réelle de la banque sur les titres ne serait pas reconnue par le DCT. La loi de l'Etat B considérerait que la banque dispose d'un droit à l'égard du DCTI (ou non) concernant les actions de l'émetteur. Examinons l'effet produit sur les titulaires de comptes en aval de la banque, et en ce qui concerne le crédit en vertu des lois des Etats C, D, E et F. Il existe d'autres complications possibles. Supposons que le DCTI puisse inscrire les sûretés de ses titulaires de comptes au niveau du DCT et le fasse seulement pour quelques-uns d'entre eux. Les titulaires de comptes du DCTI dont les sûretés sont inscrites devraient-ils être traités différemment de ceux dont les sûretés ne le sont pas ?

---

<sup>2</sup> En vertu des faits de l'exemple, les acquéreurs de bonne foi sont protégés et la banque supporte le risque de l'insolvabilité de son titulaire de compte, l'investisseur, de qui il a reçu les titres imparfaits. Dans d'autres situations toutefois, la protection de l'acquéreur de bonne foi serait inappropriée pour protéger un intermédiaire de bonne foi qui agit en qualité de "conduit" pour les titres ou les titres intermédiés et qui n'est pas lui-même un acquéreur. A titre d'exemple, un intermédiaire peut agir sur les instructions de son titulaire de compte au détriment d'un tiers, tel que le conjoint du titulaire de compte qui réclame des droits matrimoniaux, encourageant ainsi la responsabilité à l'égard du conjoint en vertu du droit interne non conventionnel traditionnel. Cet intermédiaire de bonne foi devrait bénéficier d'une exonération de responsabilité. En outre, cette exonération devrait exister à moins que l'intermédiaire agisse en fait en fraude de concert avec quelqu'un d'autre, tel que son titulaire de compte, afin de violer les droits d'un autre, tels que le conjoint. Par exemple, la simple connaissance par l'intermédiaire du fait que le conjoint tente une action ne devrait pas suffire à le rendre responsable. Autrement, la liquidité des titres intermédiés dans les marchés financiers serait compromise. Cette exonération pour les intermédiaires constitue un principe important qui devrait être traité de façon expresse dans la Convention.

<sup>3</sup> Idem note 1 de bas de page (p. 1157, § 3.2.3).

**Résultats du projet de Convention:** Tous les titulaires de comptes du DCTI dont les droits de titulaires de comptes ne sont pas régis par la loi de l'Etat B devraient supporter le risque du même intermédiaire et ne devraient pas être affectés par ce qui se produit à un échelon supérieur. La banque aurait droit à son partage au *pro rata* des titres de même nature de l'émetteur. L'investisseur tout comme le preneur de garantie a droit au nombre total de titres crédités (ou autrement transférés dans le cas du preneur de garantie), à moins que les obligations de la banque en vertu de l'article 4 ne soient limitées en vertu de la convention de compte pertinente ou d'une autre convention.

c. **Voir les variantes du Cas de figure 3c.** Supposons que les lois de l'Etat A imposent les restrictions suivantes de droit des sociétés, réglementaire ou de droit des contrats sur la détention d'actions. En vertu du droit des sociétés de l'Etat A, les actions qui ne sont pas entièrement payées ne peuvent être cédées, et les actions de *ABC Corporation* n'ont pas été entièrement payées. En vertu du droit réglementaire de l'Etat A, seuls les ressortissants de l'Etat A peuvent détenir les actions de *XYZ Corporation*, qui est engagée dans la fabrication d'armements pour l'armée de l'Etat A. En vertu du droit des contrats de l'Etat A, une société fermée, *CHC*, constituée en vertu du droit de l'Etat A, a imposé des conditions préalables d'approbation pour le transfert de ses actions.

Les actions de *ABC Corporation* sont créditées sur le compte de l'investisseur E sur les livres de comptes de la banque, puis débitées et créditées sur le compte du preneur de garantie F. **Voir Cas de figure 3c1.** Les actions de *XYZ Corporation* sont créditées sur le compte de l'investisseur E, qui n'est pas ressortissant de l'Etat A. **Voir Cas de figure 3c2.** L'investisseur E, qui voit les actions de *CHC Corporation* créditées sur son compte, charge l'intermédiaire de débiter son compte et de créditer un autre compte d'un autre investisseur sur les livres de comptes de la banque. **Voir Cas de figure 3c3.**

A la lumière du droit interne non conventionnel, les crédits de ces titres sur les comptes de titres des investisseurs confèrent-ils les droits de l'article 4? Les crédits produisent-ils des effets en vertu de l'article 5? Peuvent-ils faire l'objet d'une contre-passation en vertu de l'article 7?

**Résultats du projet de Convention:** La Convention ne traite pas ces questions de façon spécifique, mais les traite peut-être de façon indirecte dans un certain nombre de dispositions dont: l'article 4 (3) (droits exercés à l'encontre de l'intermédiaire et lorsque cela est autorisé, à l'encontre de l'émetteur, Cf. article 19 (3)); le titulaire de compte et l'intermédiaire pourraient aborder ces restrictions dans leur convention de compte dans la version B de l'article 4(6); l'article 5(2) (aucune mesure supplémentaire nécessaire autre que le crédit).

Les restrictions de droit des sociétés, réglementaire, et de droit des contrats affectent-elles le "pouvoir" de l'intermédiaire d'effectuer le débit ou le crédit en vertu de l'article 7(1)(b), ou la contre-passation dans l'article 7(5)?

**Ce que la Convention devrait faire:** alors que les titulaires de comptes doivent prendre en considération le droit de l'émission, les restrictions du droit autre que commercial imposées par le droit interne non conventionnel ne devraient pas rendre inopposable un crédit autrement opposable en vertu de la Convention. Toutefois, aucun intermédiaire ne devrait être obligé de prendre des mesures qui sont autrement interdites par son propre droit interne non conventionnel. Le droit interne non conventionnel peut imposer d'autres conséquences, telles que pénalités, gels, contre-passations ou autres sanctions. De façon similaire, aucun intermédiaire ne devrait être obligé de prendre en considération le droit interne non conventionnel d'un autre Etat et la Convention devrait protéger l'intermédiaire des recours pourvu qu'il agisse conformément au droit réglementaire applicable ou aux obligations imposées par d'autres organes législatifs. Une autre option consiste à autoriser des déclarations ou protocoles qui excluraient les titres de certains types d'émetteurs de la Convention.





