

CE – Registre des représentants d'intérêts – Numéro AMAFI :  
**Assoc 97498144**

**CONSULTATION  
DE LA COMMISSION EUROPEENNE  
Législation sur la certitude juridique  
de la détention et du transfert de titres**

**Contribution de l'AMAFI**

L'Association française des marchés financiers (AMAFI) regroupe plus de 120 adhérents, soit plus de 10.000 professionnels des marchés, opérant sur les marchés d'actions, de dette et de dérivés. Environ un tiers de ses adhérents sont des filiales ou des succursales de groupes étrangers.

L'AMAFI a examiné avec attention le document de consultation émis par les services de la Direction générale Marché intérieur de la Commission européenne concernant l'harmonisation du droit des titres. Il s'agit en effet d'un sujet central compte tenu de l'enjeu que représente la confiance des investisseurs, surtout dans un contexte post-crise où ils sont nécessairement très attentifs à la sécurité des avoirs qu'ils détiennent dans des comptes ouverts auprès d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement.

L'AMAFI a par ailleurs travaillé en étroite collaboration avec les représentants des différentes composantes de la Place de Paris, qu'il s'agisse d'établissements financiers ou de sociétés émettrices. Ces travaux ont abouti à l'élaboration d'une position de Place qui est annexée au présent document.

L'AMAFI souligne en outre qu'elle soutient totalement les observations formulées par ailleurs par la Fédération Bancaire Française en réponse à la présente consultation. Elle souhaite néanmoins en complément de ces observations appuyer plus spécifiquement quelques points qui lui paraissent centraux.

➤ **Il est particulièrement dommageable que la Commission européenne n'ait utilisé qu'une seule langue de travail dans le cadre de cette consultation**

Les propositions de la Commission touchent en profondeur les droits nationaux : dans un certain nombre d'Etat membres, et c'est en tous cas la situation de la France, elles conduisent en effet à modifier substantiellement les concepts juridiques autour desquels s'organisent les rapports entre le titulaire du titre, l'intermédiaire financier qui matérialise la réalité des droits que détient le titulaire, et l'émetteur du titre vis-à-vis duquel ces droits « existent » (droit de vote, dividendes / coupons, droits détachés).

L'AMAFI trouve dans ce contexte extrêmement regrettable que la Commission n'ait utilisé qu'une seule langue de travail dans le cadre d'une consultation aussi importante. Travailler sur la base d'un document rédigé en anglais, renvoyant à des concepts juridiques de droits nationaux des titres inconnus et difficilement appréhendables, même pour les experts du droit des titres français, a trop souvent rendu difficile la compréhension de certains principes autour desquels s'articule la proposition.

Cette méthode est d'autant plus préjudiciable que l'exigence de « l'urgence » née de la crise invoquée par les services de la Commission n'est aucunement démontrée ici. En tout état de cause, les rétro-calendriers devraient intégrer les délais de traduction nécessaires avant toute consultation publique.

➤ **Le projet d'harmonisation du droit des titres proposé par la Commission est d'autant plus inacceptable que sa nécessité impérative n'est pas établie**

A l'instar de l'ensemble de la Place de Paris, l'AMAFI estime que le projet d'harmonisation du droit des titres présenté par la Commission européenne est dangereux. Les principes que la Commission soumet à consultation ne permettent pas de renforcer la certitude juridique de la détention et du transfert de titres, bien au contraire. Ces principes conduisent en effet parfois à l'introduction de concepts juridiques étrangers difficilement appréhendables (comme cela a été souligné précédemment) pouvant d'ailleurs remettre en cause des principes fondamentaux du droit des titres, tel que les droits de l'investisseur final sur les titres qu'il détient.

En outre, comme le souligne en particulier l'ANSA dans sa réponse à cette consultation, la Commission justifie son projet par les incertitudes résultant des différences entre régimes juridiques nationaux sur la détention et la disposition des titres intermédiés. Or, la pratique montre au contraire une large convergence entre les systèmes nationaux.

Comme elle le rappelle depuis de nombreuses années, l'AMAFI est nécessairement pleinement favorable à la construction d'un marché financier unique en Europe. A ce titre, elle continue à soutenir vigoureusement une démarche volontariste d'harmonisation en matière de post-marché, domaine qui lui semble extrêmement important au regard de ce qui a été fait par ailleurs au travers du PASF. Mais ce soutien ne peut justifier une démarche d'harmonisation par principe sans que la Commission européenne n'ait besoin de développer les raisons pour lesquelles les principes qu'elle soumet à consultation contribueraient de façon indispensable à l'émergence d'un tel marché unique. Une explication apparaît d'autant plus nécessaire que l'approche fonctionnelle retenue dans le document de consultation conduit parfois à l'introduction de concepts juridiques étrangers, comme par exemple celui de « *account-held securities* », qui portent très sérieusement atteinte à la protection dont bénéficie aujourd'hui l'investisseur au travers du régime français qui reconnaît sa relation directe avec l'émetteur.

L'affaiblissement de la protection dont bénéficie l'investisseur, surtout aujourd'hui, est impensable sans une motivation précise et détaillée établissant que cet affaiblissement est indispensable par rapport à d'autres facteurs analysés comme représentant un enjeu plus important. Or, force est de constater que cette démonstration n'est pas faite.

➤ **Sauf à démontrer absolument une impossibilité au regard d'un intérêt général supérieur, l'harmonisation engagée doit respecter *a minima* certains principes**

Sans démonstration qu'il n'est pas possible de faire autrement, la future législation européenne ne peut conduire à adopter un système de détention des titres plutôt qu'un autre. Elle ne peut non plus permettre l'introduction de concepts qui porteraient atteinte aux droits des investisseurs sur leurs titres.

L'AMAFI estime donc qu'une législation européenne devrait *a minima* garantir :

 **L'existence d'un droit réel/direct de l'investisseur final, seul titulaire des droits sur les titres**

La protection des droits des investisseurs est un objectif fondamental pour le législateur européen. A ce titre, la notion de « *titres détenus en compte* » (« *account-held securities* ») introduit une confusion très problématique car elle confère des droits au titulaire de compte (« *account holder* »), que celui-ci soit l'investisseur final ou le teneur de compte de cet investisseur final qui a lui-même ouvert un compte chez un autre teneur de compte. Ainsi, l'introduction de cette notion aurait pour conséquence d'accorder à un teneur de compte, intermédiaire dans la chaîne de détention des titres, un droit de même nature que celui dont bénéficie l'investisseur final, ce qui n'est pas acceptable. Il est en conséquence nécessaire de distinguer l'investisseur final, seul propriétaire des titres et seul détenteur de droits sur ces titres, et le teneur de compte, intermédiaire dans la chaîne de détention des titres, qui n'a pas de droits personnels sur ces titres indépendamment de ceux qu'il peut avoir en qualité de mandataire de ses clients.

 **L'acquis communautaire en matière de règle de conflit de lois**

Il est fondamental que le législateur européen ne remette pas en cause l'acquis communautaire en matière de règle de conflit de lois : la loi applicable doit rester celle du lieu de situation du compte-titres. Bien que le document de consultation sur la règle de conflit de lois soit très complexe, l'on comprend néanmoins que la loi applicable pourrait parfois être celle du pays où est situé le « *headquarter* » de l'intermédiaire, ce qui contrevient à l'acquis communautaire en la matière.

 **L'intégrité de l'émission des titres**

Il est primordial que le législateur européen veille à la protection de l'intégrité de l'émission en bannissant tout risque d'inflation des titres. Or, comme l'ANSA le souligne dans sa réponse à cette consultation, le concept de « *account-held securities* » semble conduire structurellement à une inflation des titres. En droit français, les comptes ouverts par les différents intermédiaires, qui peuvent s'interposer dans la chaîne conduisant de l'actionnaire ou du créancier à l'émetteur, ne sont en effet que des « comptes miroirs » dont le seul objet est de refléter le maillon inférieur. Le concept de « *account-held securities* », quant à lui, permettrait à chaque maillon de la chaîne de disposer des mêmes droits, provoquant de ce fait une inflation des titres, mais aussi des droits en résultant. Un mécanisme accordant une simultanéité des droits à chaque maillon de la chaîne ne devrait pourtant pas pouvoir exister.

La règle « pas de débit sans crédit », c'est-à-dire qu'à tout crédit doit correspondre un transfert de propriété et à tout débit doit correspondre un crédit, doit donc absolument être au cœur du dispositif.



*Contacts:*

Marie Thévenot – Legal & Compliance advisor, [mthevenot@amafi.fr](mailto:mthevenot@amafi.fr) + 331 50 83 00 76

Sylvie Dariosecq – Director of Legal Affairs, [sdariosecq@amafi.fr](mailto:sdariosecq@amafi.fr) + 331 50 83 00 91

Emmanuel de Fournoux – Director of Market Infrastructures, [edefournoux@amafi.fr](mailto:edefournoux@amafi.fr) +331 53 83 00 78

## ANNEXE



A F E P

Association Française des Entreprises Privées

**POSITION DES BANQUES ET DES ÉMETTEURS FRANÇAIS SUR LE PROJET EUROPEEN  
D'HARMONISATION DU DROIT DES TITRES  
SECURITIES LAW DIRECTIVE (SLD)**

13 janvier 2011

### I CONTEXTE

Dans la perspective des travaux actuels de la Commission européenne sur la finalisation d'un projet de directive sur le droit des titres (« SLD »), les principales associations de la communauté bancaire et financière<sup>1</sup> et des émetteurs<sup>2</sup> en France ont créé un groupe de travail de Place afin de formuler dans le présent document leurs principales observations sur le contenu des documents de travail<sup>3</sup> qui font actuellement l'objet de discussions entre la Commission et les Etats-membres.

Le projet de directive sur le droit des titres fait partie intégrante des réformes en cours au niveau du droit international des titres, objet de deux projets de conventions, notamment la Convention de la Haye sur les droit des titres (2002) et la convention de Genève (Unidroit) sur les droits des titres intermédiés (2002-2009).

<sup>1</sup> AFG, AFTI, AMAFI, FBF.

<sup>2</sup> AFEP, ANSA, MEDEF.

<sup>3</sup> *Discussions papers 1 à 8 de la Commission et « Member States Working Group Updated Compilation of the rules and explanatory notes discussed so far » du 17 septembre 2010*

Au niveau communautaire, les travaux menés par un groupe d'experts appelé Legal Certainty Group (« LCG ») sous l'égide de la Commission européenne ont permis d'engager une réflexion pour définir une base commune. L'ensemble de ces travaux est antérieur à la crise financière. Un groupe informel SLD a été récemment mis en place par la Commission avec des représentants des Etats membres en vue de l'élaboration d'une directive sur les titres intermédiés. Dans ces conditions, la Place de Paris considère comme fondamentale la prise en compte des défaillances identifiées lors de cette crise comme l'illustre la faillite de Lehman Brothers.

## **II LES ENJEUX DU DROIT DES TITRES**

### **A) Enjeu économique et social**

Le projet de directive SLD revêt pour la Place de Paris une importance cruciale. **En effet, l'industrie française de l'intermédiation et de la conservation des titres est la plus importante d'Europe et la seconde au niveau mondial derrière les Etats-Unis (voir annexe 1 classement établi au 31 mars 2010).**

Le nombre d'actifs administrés dans le monde par les acteurs français **du titre représente plus de 13 000 milliards d'euros.**

**Cette spécificité française, génère plus de 95 000 emplois et contribue grandement à la compétitivité et à l'attractivité de l'Union européenne, les trois premiers acteurs français étant présents dans plus d'une vingtaine d'Etats-membres, faisant de ce métier une industrie européenne de pointe<sup>4</sup>.**

Toute modification de l'environnement juridique du titre peut donc impacter significativement la rentabilité de l'industrie européenne de l'intermédiation et donc sur l'organisation et les effectifs des établissements concernés.

---

<sup>4</sup> En Europe les pays concernés sont Autriche, Belgique, Chypre, Croatie, France, Allemagne, Grèce, Hongrie, Ireland, Italie, Luxembourg, Pays Bas, Pologne, Portugal, Espagne, Suisse, Royaume-Uni, Serbie, Russie, Bulgarie, Slovaquie, Roumanie. Hors Europe, les conservateurs français sont implantés dans les pays suivants : Hong Kong, Maroc, Singapour, Turquie, Canada, Bermudes, USA, Egypte, Afrique du Sud, Inde, Chine.

## **B) Enjeu de transparence des marchés financiers et de protection des épargnants européens**

La future directive SLD constitue un enjeu majeur et structurant pour les émetteurs et les investisseurs européens, aussi bien particuliers qu'institutionnels. Le texte peut avoir des conséquences directes sur les systèmes juridiques européens de détention des titres qui dans leur très grande majorité<sup>5</sup>:

- **garantissent l'intégrité de l'émission des titres** (il n'existe pas de risque de création artificielle de titres, donc de phénomène d'overvoting en assemblée générale, ou de pertes des titres car la quantité de titres d'un intermédiaire inscrit en compte pour ses clients correspond à la quantité de titres qu'il détient auprès d'un sous-conservateur) ;
- **garantissent les droits des investisseurs sur les titres** (droit de propriété, copropriété, trust) y compris dans le cas d'une faillite d'un des intermédiaires de la chaîne de circulation des titres. **La reconnaissance des droits des investisseurs sur les titres constitue la clé de voute de la relation directe entre l'émetteur et ces investisseurs.** Ces droits doivent être exclusivement reconnus au propriétaire du titre, exclusivité se retrouvant dans la relation entre le propriétaire et l'émetteur (sauf mécanisme de mandat), ainsi que dans leur relation avec le teneur de compte (protection en cas de faillite du conservateur) ;
- **Offrent une réelle protection aux intermédiaires** notamment en cas de défaut d'un client ou d'une contrepartie (cette protection a été considérablement augmentée avec la Directive Collatéral) ce qui contribue à maintenir un haut niveau de liquidité des marchés.

### **III. LES OBJECTIFS ET ORIENTATIONS PROPOSEES PAR LA PLACE DE PARIS**

Dans ces conditions, pour la Place de Paris, l'objectif premier qui doit être poursuivi par le législateur européen **est de garantir de manière absolue et en toutes circonstances la transparence et le lien direct entre l'émetteur et l'actionnaire-investisseur propriétaire final des titres.**

L'importance de cet objectif, renforcé par la crise économique et financière que nous connaissons actuellement, doit donc nécessairement reposer sur un texte communautaire privilégiant la sécurité des transactions et surtout la protection de l'investisseur final.

Pour répondre à cet objectif, la Place de Paris considère que la future directive SLD doit regrouper *a minima* cinq grands principes que l'on retrouve communément au sein de l'Union Européenne et qui correspondent au souci politique de l'Union de renforcer la transparence des marchés et la protection de l'investisseur final.

---

<sup>5</sup> Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Espagne.

Ces cinq principes sont :

1. **L'existence d'un droit réel/direct de l'investisseur final, seul titulaire des droits sur le titre financier, peu importe sa forme : propriété, copropriété, *beneficial ownership*, etc.** A titre d'exemple, seul l'investisseur final agissant directement ou par l'intermédiaire de son mandataire a le pouvoir de disposer du titre, ce qui n'est pas formulé clairement dans les documents de travail de la Commission.

Cette règle protège :

- l'investisseur final seul propriétaire du titre financier,
- les créanciers privilégiés,
- le teneur de compte qui ne peut être confondu avec l'actionnaire

Il faut donc s'assurer que ce droit réel ne soit pas remis en cause par des systèmes juridiques incompatibles.

2. **Le respect de l'acquis communautaire en matière de règle de conflits de lois.** Trois directives européennes (Liquidation des établissements de crédit, Finalité et Collatéral) prévoient que le droit applicable à l'inscription d'un titre en compte est le droit du pays où le compte est situé, ce qui est reconnu sur le principe, par le texte de la présente consultation du 5 novembre 2010. Cependant, les projets de directive contiennent une rédaction compliquée dans laquelle c'est parfois le droit du pays où est situé le « *headquarter* » de l'intermédiaire qui s'applique. Or, la notion de « *headquarter* » n'est pas claire et est contraire à la logique « locale » : le droit applicable au titre est celui du pays dans lequel il est inscrit en compte.

L'idée de préciser la règle de conflits de lois en ce sens, en matière de droit des titres, n'est donc pas nécessaire puisque la Commission a considéré que cette règle participe à l'acquis communautaire a fait ses preuves et ne soulève pas de difficulté d'application au sein de l'Union Européenne.

3. **Le refus de la notion de « *book-entry securities* » ou « *account-held securities* »** qui sont susceptibles d'impliquer la création d'un actif distinct à chaque échelon de la chaîne de détention des titres. **La protection de l'investisseur final suppose** que l'actif inscrit en compte soit un titre (*securities*<sup>6</sup>) et non des « *book -entry securities* » pour éviter toute création artificielle de titres et des droits de vote s'y rapportant exercés en assemblée générale (pratique de l'*overvoting*).

---

<sup>6</sup> Instruments financiers au sens de la directive MIF, susceptibles d'être inscrits en compte.

La future règle régissant les effets de l'inscription du titre en compte doit protéger :

- l'investisseur final qui dispose seul des droits résultant du titre,
- le conservateur qui n'a que des obligations envers l'investisseur et – n'ayant aucun droit sur les titres – ne peut être considéré comme l'actionnaire, et
- l'émetteur qui peut identifier aisément ses actionnaires.

4. **La règle « pas de débit sans crédit »** qui est une *règle fondamentale* de sécurité juridique présente dans tous les pays européens et qui permet de préserver l'intégrité de l'émission et d'éviter toute inflation de titres. Cette règle se trouve interdite par la convention UNIDROIT voire par les projets de directive qui circulent actuellement de façon informelle.

Or, cette règle est nécessaire car elle protège :

- le créancier qui ne peut voir l'assiette de sa sûreté disparaître ou être entamée par le biais d'une mobilisation multiple du titre financier artificiellement répliqué,
- l'émetteur qui garde le contrôle de son émission et la connaissance de son actionnariat.

5. **La nécessité de pouvoir, si les émetteurs le souhaitent, identifier les investisseurs finaux à travers la chaîne de détention des titres.** Il est souhaitable que la future directive SLD contienne *a minima* un principe d'identification des investisseurs finaux et d'obligation de réponse des intermédiaires à cet effet, en fonction de la loi nationale applicable en droit des sociétés, et ce quel que soit le mode de détention direct ou indirect des titres .

oOo

### ANNEX I – Classification mondiale des conservateurs

Classement des 10 plus importants conservateurs mondiaux par actifs sous conservation (AUC).

Source: globalcustody.net, 31/03/2010

CLASSEMENT	ENTREPRISE	AUC MILLIARDS DE DOLLARS	NATIONALITE	DATE
1	BNY Mellon	22.300	USA	31/12/2009
2	JPMorgan	13.500	USA	31/03/2009
3	State Street	13.260	USA	30/09/2009
4	Citi	11.068	USA	30/06/2009
<b>5</b>	<b>BNP Paribas Securities Services</b>	<b>5.793</b>	<b>France</b>	<b>31/12/2009</b>
<b>6</b>	<b>Société Générale Securities Services</b>	<b>4.491</b>	<b>France</b>	<b>31/12/2009</b>
7	HSBC Securities Services	4.400	UK	30/06/2009
8	Northern Trust	3.600	USA	30/09
<b>9</b>	<b>Caceis</b>	<b>3.300</b>	<b>France</b>	<b>31/12/2009</b>
10	UBS	3.044	Switzerland	31/12/2009

## **ANNEX II – Additional back-ground information**

**I. Background.** In 1994, the USA have revised article 8 of the UCC “Investment Securities”, with the purpose of facilitating the collateralisation of broker’s securities in favour of investment banks. The 1994 reform introduced the “**indirect holding system**”, which implies that the securities issued by the issuer exist as a registration into the issuers register in the name of DTCC and that the securities held by intermediaries and investors are a distinct asset, called “**securities entitlement**”. That asset is a “bundle of rights”, mainly claims of the account holder (client) on the intermediary. Whether the account holder is an end investor or an intermediary, he always receives a “securities entitlement”. The purpose of facilitating collateralisation is achieved: a superposition of securities entitlements corresponds to each issued security. The difficulties are related to **opacity**: the issuer has no means of knowing its shareholder base (legally, DTCC is a shareholder); and to **leaks in integrity**: the inflation of securities is important, leading namely to over-voting. This is caused by the fact that a lender of securities is allowed not to debit the lent securities from its securities account, and the borrower still credits them to his account, thus leading to inflation of securities.

This system implies less burdensome legal and accounting obligations for intermediaries (no double sided accounting, which implies the compulsory debit of one account and corresponding credit of another account) and less counterparty risk (in case of insolvency of an intermediary, his clients are outranked by the insolvent intermediary’s secured creditors – namely collateralised investment banks and brokers).

In addition, where a US global custodian holds foreign (non-US) securities, he supports the differences between American law (applicable between the global custodian and its client) and the local law (applicable between the global custodian and its foreign sub-custodian).

Since the 1994 reform of article 8 of the UCC, two major international texts have been finalised. Both are inspired by American law. (1) The **2006 Hague Securities Convention** on the law applicable to securities (negotiations were finalised in 2002). This Convention allows parties to an account agreement to decide which law applies to the effects of the credit of securities to a securities account for third parties, practically leading to the application of American law each time a US custodian is an account provider. (2) The **2009 Geneva (Unidroit) Securities Convention on intermediated securities** (minimal harmonisation of securities holding and transfers) introduces the concept of “intermediated securities” into domestic securities law. Similarly to the American “Securities Entitlement”, its content is a bundle of rights of an account holder against an account provider.

The Harmonisation of European securities law on the American model profits US custodians, whose operations and accounting are already based on American law. The legal risk resulting from the holding of foreign securities also disappears. These elements are of utmost importance in the custody industry, which is currently under pressure with cost – income ratios exceeding 80%.

**II. Procedure of adoption of the European Securities Law Directive.** After the finalisation of The Hague Securities Convention, the adoption of it was discussed between the European Commission and the Member States. It was decided that the EU would not sign The Hague Securities Convention among others for reasons of incompatibility with the “acquis communautaire”. Three EU Directives provide that the law applicable to the securities is the law of the country where the securities account is maintained. The rationale of this rule is the transparency and certainty for third parties.

Since the finalisation of the Geneva Securities Convention, the adoption of it is not discussed between the European Commission and Member States. Instead, the EU Commission has drafted a text, which is strongly inspired both by the Geneva Securities Convention and by American law. Despite its apparent legal neutrality, the underlying economical rationale is a global harmonisation by aligning the future European securities regime on the American model.

In order to achieve that purpose, the European Commission created an “informal” working group chaired by the Commission and composed of representatives of Member States. It meets every month, before publication of the impact assessment and before adoption of the text in co-decision.

oOo