

PROJET DE REFORME
DU DROIT DES INSTRUMENTS FINANCIERS

Commentaires et questions

Remarques liminaires :

- La présente consultation porte sur les modifications du titre I^{er} du livre II du code monétaire et financier. Les modifications qui en résulteraient dans d'autres parties du code, et notamment dans les livres III et V, seront proposées ultérieurement.
- Des modifications ponctuelles du code de commerce sont également proposées, afin d'améliorer la coordination de ses dispositions avec celles du code monétaire et financier.

*

- 1) Le premier objectif de la réforme est d'améliorer la lisibilité et l'attractivité du droit français des instruments financiers. A cette fin, il est proposé de regrouper, dans le titre I^{er} (les instruments financiers) du livre II (les produits) du code monétaire et financier, les dispositions relatives au droit des instruments financiers. Ces dispositions sont actuellement réparties entre le livre II et le livre IV (les marchés). Ceci conduit à refondre entièrement le chapitre I^{er} du titre I^{er} du livre II. Les dispositions de ce chapitre seraient réorganisées en six sections, divisées en tant que de besoin en sous-sections et en paragraphes.
- 2) A l'article L. 211-1, il est proposé d'introduire une nouvelle typologie des instruments financiers distinguant : (i) les « titres financiers », catégorie regroupant les titres de capital émis par les sociétés par actions, les titres de créance et les parts d'organismes de placement collectif et (ii) les « contrats financiers », nouvelle appellation des « instruments financiers à terme ». L'intérêt de la notion de « titres financiers » est de regrouper au sein d'une même catégorie juridique des instruments qui présentent des caractéristiques formelles identiques (dématérialisation, inscription en compte) et qui sont, pour cette raison, soumis à des règles communes (tenue de compte, titularité du compte, négociabilité...). Les précisions supprimées dans la définition des titres de capital (« donnant ou pouvant donner accès... ») seraient reprises au début du chapitre II, avec des simplifications rédactionnelles. De même, les précisions supprimées dans la définition des titres de créance seraient reprises au début du chapitre III. Afin d'assurer la continuité juridique, l'appellation « instruments financiers à terme » pourrait être conservée dans les textes contractuels ; sur le fond, la liste des instruments financiers à terme figurant au I de l'article D. 211-1A, qui dérive de l'annexe I de la directive MIF, resterait inchangée. Les précisions concernant les instruments financiers étrangers équivalents (« et tous autres instruments équivalents ou droits représentatifs d'un placement financier dans une entité émise sur le fondement d'un droit étranger ») seraient déplacées dans la section 6 – « Régime des instruments financiers étrangers ». **QUESTION** : cette nouvelle présentation de la nomenclature des instruments financiers est-elle plus claire ?
- 3) Pour améliorer la cohérence des textes, il est proposé : (i) de remplacer partout, dans le code monétaire et financier, les mots : « valeurs mobilières » par les mots : « titres financiers » (sauf dans les articles qui renvoient purement et simplement au code de commerce) ; (ii) de conserver en l'état l'expression : « organisme de placement collectif en valeurs mobilières », en raison du label européen auquel elle renvoie, comme du nombre d'occurrences de cette expression dans les textes législatifs et réglementaires ; et (iii) de reprendre une définition simplifiée des « valeurs mobilières » à l'article L. 228-1 du code de commerce, car c'est dans ce code que cette notion est principalement utilisée. Pour tenir compte du fait que des valeurs mobilières peuvent être émises par des personnes

publiques (autres que l'Etat, pour lequel des dispositions spécifiques existent déjà), il est proposé de compléter le chapitre III du présent titre (cf. note 33). Sur le fond, les valeurs mobilières sont des titres financiers qui confèrent des droits identiques par catégorie, ce qui les distingue notamment des titres de créances négociables (TCN) qui peuvent être émis au fil de l'eau. L'expression « valeurs mobilières » apparaît dans une vingtaine d'articles du code monétaire et financier (compte non tenu de l'expression « organismes de placement collectif en valeurs mobilières »). **QUESTION** : peut-on clarifier davantage l'articulation entre les notions de « valeurs mobilières » et de « titres financiers », sans réécrire entièrement le code de commerce ?

- 4) La section 2 traite des titres financiers. Elle est divisée en cinq sous-sections traitant respectivement de leurs conditions d'émission, de leur inscription en compte, de leur circulation (négociabilité et transfert de propriété), du gage de compte-titres et des formes particulières de cessions (adjudication, prêt de titres et pension).
- 5) Il est proposé de supprimer l'article L. 211-3 actuel, qui renvoie au code de commerce. En effet, pour ce qui concerne le régime des valeurs mobilières et, *a fortiori*, celui des sociétés par actions, le code de commerce a vocation à être le code pilote.
- 6) A l'article L. 211-3 nouveau, il est proposé de remplacer l'expression : « ou par un intermédiaire habilité » par les mots : « soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° à 7° de l'article L. 542-1. » En effet, parmi les personnes autorisées à tenir des comptes-titres, il convient de distinguer, d'une part, les émetteurs (mentionnés au 1°) et, d'autre part, un certain nombre d'intermédiaires (mentionnés aux 2° à 7°). Or, les personnes mentionnées aux 5°, 6° et 7° de cet article ne se voient pas, à proprement parler, délivrer une habilitation pour fournir le service de tenue de compte-conservation.
- 7) A l'article L. 211-4 nouveau, il est proposé d'énoncer le principe selon lequel les titres financiers sont présumés appartenir au titulaire du compte, à l'instar de ce que prévoient les travaux en cours aux niveaux international (Unidroit) et européen (groupe sur la sécurité juridique / *legal certainty group*). Deux cas de dérogation sont prévus : (i) celui où le compte est ouvert au nom d'un fonds commun de placement, d'un fonds de placement immobilier ou d'un fonds commun de titrisation, qui constituent des copropriétés ; (ii) celui où il est ouvert au nom d'un intermédiaire inscrit pour le compte d'un propriétaire d'actions non-résident, conformément au septième alinéa de l'article L. 228-1 du code de commerce. Ceci ne remet pas en cause les délégations de tâches entre teneurs de compte-conservateurs (cf. note 12). Toutefois, seuls seraient qualifiés de « comptes-titres », au sens strict, les comptes tenus par les teneurs de compte-conservateurs de premier rang ; en effet, c'est dans ces comptes que sont constatés les droits de propriété sur les - 2 - titres financiers. **QUESTION** : cette nouvelle présentation des dispositions relatives aux comptes-titres est-elle juridiquement plus claire ?
- 8) Le premier alinéa de l'article L. 211-6 nouveau précise les différents cas dans lesquels les comptes-titres sont tenus soit par l'émetteur soit par un intermédiaire ; ce point essentiel semble devoir être traité au niveau législatif. A défaut de disposition législative spéciale ou de choix de l'émetteur, c'est au propriétaire des titres qu'il appartiendrait de choisir les modalités de tenue de son compte-titres. En revanche, les modalités de tenue de compte (nominatif pur, nominatif administré, mandat...) resteraient définies dans la partie réglementaire, à laquelle il est proposé de renvoyer.
- 9) A l'article L. 211-7 nouveau, il est proposé de reprendre le 3^{ème} alinéa de l'article 211-4 actuel, qui représente en réalité le cas le plus général et non une dérogation.
- 10) Les dispositions des 2^{ème} et 6^{ème} alinéas de l'article L. 211-4 actuel peuvent soit être maintenues dans le présent code avec des amendements de coordination, soit être reclassées dans le code de commerce, en raison du fait qu'elles traitent du cas particulier des sociétés par actions non cotées. En tout état de cause, la question du dépositaire central sera traitée au titre VI du livre V du code monétaire et financier, dans le cadre de la transposition de la 3^{ème} directive anti-blanchiment. **QUESTION** : est-il plus clair de maintenir ces dispositions dans le code monétaire et financier ou de les reclasser dans le code de commerce ?

- 11) L'article L. 211-8 renvoie au 6° l'article L. 533-10, qui précise les obligations des prestataires de services d'investissement concernant la sauvegarde des titres de la clientèle. Il étend ces obligations aux émetteurs ainsi qu'aux intermédiaires non-prestataires de services d'investissement, qui tiennent des comptes-titres.
- 12) A l'article L. 211-9, il est proposé, en liaison avec la nouvelle définition des comptes-titres et pour des raisons de sécurité juridique, de donner une base légale spécifique aux dispositions des articles 322-39 et 322-40 du règlement général de l'AMF autorisant les teneurs de compte-conservateurs à déléguer tout ou partie des tâches liées à leur activité de tenue de compte-conservation. Incidemment, il est proposé de remplacer, ici et dans le reste du code, l'expression : « la conservation ou l'administration d'instruments financiers » par l'expression : « la tenue de compte-conservation d'instruments financiers » retenue dans le règlement général de l'AMF. QUESTIONS : a) cet article est-il utile ? b) le changement de terminologie envisagé est-il opportun ?
- 13) Aux quatre alinéas de l'article L. 211-10, il est proposé de remplacer les mots : « propriétaires (des instruments financiers) » par les mots : « titulaires de compte », afin de permettre aux « sous-conservateurs » d'exercer les droits prévus au 4^{ème} alinéa pour le compte des propriétaires. QUESTION : le changement de terminologie proposé est-il opportun ?
- 14) A l'article L. 211-11, relatif aux procédures d'exécution forcée, il est proposé de modifier la rédaction du 1^{er} alinéa, afin de mieux appréhender les cas de délégation entre teneurs de compte-conservateurs. Par ailleurs, il convient de s'interroger sur l'opportunité du maintien du 1^{er} alinéa ; en effet, on peut considérer que, depuis la dématérialisation des titres, l'interdiction qu'il prévoit est devenue sans objet, car les comptes tenus par le dépositaire central ne sont pas le lieu où sont constatés les droits de propriété sur les titres financiers. QUESTIONS : a) est-il souhaitable de supprimer le 1^{er} alinéa ? b) la rédaction proposée au second alinéa est-elle claire ?
- 15) L'article L. 211-12 vise à assurer la coordination avec les dispositions, non codifiées, relatives à la procédure de saisie. QUESTION : faut-il faire un renvoi à des dispositions non codifiées ?
- 16) L'article L. 211-14 précise que les titres financiers sont, en règle générale, négociables. Il existe néanmoins deux exceptions : en effet, les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les sociétés d'épargne forestière (SEF), dont le régime est aligné sur celui des SCPI, sont des sociétés civiles. Leurs parts sont donc cessibles et non négociables ; elles n'en constituent pas moins des parts d'organisme de placement collectif et donc des instruments financiers.
- 17) A l'article L. 211-15, il est proposé, notamment pour des raisons de lisibilité, de reprendre dans la loi les dispositions de l'actuel article R. 211-2, qui traitent du mode de transmission des titres financiers.
- 18) A l'article L. 211-16, en liaison avec les travaux internationaux et européens en cours, il est proposé d'introduire dans le droit français la protection du droit de propriété du titulaire du compte, lorsque celui-ci a acquis des titres financiers de bonne foi.
- 19) A l'article L. 211-17, le mot : « acheteur » est remplacé par le mot : « acquéreur » afin de couvrir les acquisitions à titre gratuit. Il est proposé de supprimer les 2^{ème} et 3^{ème} alinéas de l'article L. 431-2 actuel : en effet, il semble incohérent de prévoir la résolution de plein droit d'un transfert de propriété qui n'a pas eu lieu.
- 20) A l'article L. 211-19, il est proposé de remplacer les mots : « instrument financier revêtant la forme nominative » par les mots : « titre financier inscrit dans un compte tenu par l'émetteur » (cf. note 8).
- 21) A l'article L. 211-20, les modifications proposées sont purement rédactionnelles (inversion de deux phrases notamment). Pour le reste, il n'est pas envisagé de modifier sur le fond cet article, dont les dispositions résultent d'ordonnances de 2000 et de 2005.

- 22) A l'article L. 211-27 (comme dans d'autres articles), il est proposé de maintenir les références aux « effets », même si les effets de commerce ne sont pas des instruments financiers. En effet, le plan du livre II du code ne permet pas de reclasser ces dispositions sans créer un titre nouveau.
- 23) A l'article L. 211-34, comme dans le titre de la section 3, il est proposé de remplacer les mots : « instruments financiers à terme » par les mots : « contrats financiers », pour reprendre la nouvelle terminologie de l'article L. 211-1.
- 24) Au I de l'article L. 211-35, il est proposé de maintenir la mention des « créances », comme celle des « effets », pour les mêmes raisons (cf. note 22). QUESTIONS : a) peut-on traiter les effets et les créances ailleurs et, dans l'affirmative, où ? b) faut-il remplacer : « instruments financiers » par : « titres financiers » ? On notera à cet égard que l'article 2, § 1, e), de la directive concernant les contrats de garantie financière retient une définition étroite des instruments financiers susceptibles d'être remis en garantie, qui exclut les instruments financiers à terme (au sens des dispositions actuelles). Autrement dit, les contrats financiers peuvent-ils être remis en garantie ?
- 25) A l'article L. 211-36, il est proposé de remplacer les mots : « instruments financiers » par les mots : « titres financiers » ; en effet, les contrats financiers ne font pas l'objet d'inscription en compte.
- 26) Au IV de l'article L. 211-37, il est proposé, pour des raisons de sécurité juridique, de faire remonter dans la loi le II de l'article D. 211-1A, qui étend la définition des instruments financiers à terme pour les besoins de l'article L. 431-7 actuel, relatif à la compensation-résiliation (*close out netting*), assurant ainsi la continuité juridique avec le droit antérieur à la transposition de la directive MIF. Il n'est pas envisagé de modifier cet article sur le fond dans le cadre de la présente réforme.
- 27) Il est proposé d'insérer dans le code quatre articles précisant les règles de conflits de loi en matière de droit des titres. La note jointe du professeur Synvet explique en détail le contexte et les motifs de cette proposition.
- 28) Il est proposé de simplifier l'intitulé du chapitre II en l'alignant sur le 1 du II de l'article L. 211-1 nouveau.
- 29) Il est proposé d'introduire, avant la section 1, un article L. 212-1A reprenant, en les simplifiant, les dispositions qui ont été supprimées à l'article L. 211-1. Ne seraient pas repris : (i) les mots : « directement ou indirectement », qui semblent superfétatoires, et (ii) les mots : « transmissibles par inscription en compte ou tradition », dans la mesure où la transmission des titres financiers est déjà traitée à l'article L. 211-14 nouveau.
- 30) L'intitulé de la section 1 deviendrait : « les actions », cette section traitant des actions proprement dites, ainsi que d'un certain nombre de titres en voie d'extinction (actions de priorité, actions à dividende prioritaire, certificats d'investissement et certificats de droit de vote) qu'il ne semble pas indispensable de mentionner dans cet intitulé.
- 31) L'intitulé de la section 2 est mis en cohérence avec les modifications précédentes.
- 32) Au chapitre III, il est proposé d'introduire, avant la section 1, un article L. 213-1A reprenant les dispositions supprimées à l'article L. 211-1. Ne seraient pas repris les mots : « transmissibles par inscription en compte ou tradition », pour la même raison que pour les titres de capital.
- 33) A la section 2 du chapitre III, il est proposé d'insérer une nouvelle sous-section 4 traitant des obligations émises par des personnes publiques autres que l'Etat. L'article L. 213-21-1 nouveau préciserait quelles dispositions du code de commerce leur sont applicables. Ce point reste à expertiser.
- 34) L'article L. 213-21-1 deviendrait l'article L. 213-21-2.

35) Il est proposé de laisser inchangée la suite du titre I^{er} du livre II (sous réserve des modifications concernant les valeurs mobilières).