

AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur : ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite de ce travail expose à des poursuites pénales.

Contact : portail-publi@ut-capitole.fr

LIENS

Code la Propriété Intellectuelle – Articles L. 122-4 et L. 335-1 à L. 335-10

Loi n°92-597 du 1^{er} juillet 1992, publiée au *Journal Officiel* du 2 juillet 1992

<http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg-droi.php>

<http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm>



Université
de Toulouse

THÈSE

**En vue de l'obtention du
DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE TOULOUSE**

Délivré par :

Université Toulouse I Capitole (UT1 Capitole)

Discipline ou spécialité :

Droit civil et financier

Présentée et soutenue par :

Laura Barre

le : mercredi 9 décembre 2015

Titre :

Le dépôt de titres financiers et le droit commun

Ecole doctorale :

Sciences Juridique et Politiques (SJP)

Unité de recherche :

Institut de Droit Privé

Directeur(s) de Thèse :

Monsieur Sébastien NEUVILLE

Rapporteurs :

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE

Monsieur Michel STORCK

Membre(s) du jury :

Monsieur Jérôme JULIEN

Le Dépôt de Titres Financiers et le Droit Commun

Thèse pour l'obtention du doctorat en droit de l'Université de Toulouse I Capitole

présentée et soutenue publiquement le 9 Décembre 2015

par

Laura BARRE

Directeur de thèse :

Monsieur Sébastien NEUVILLE

Professeur à l'Université Toulouse I Capitole

Membres du jury :

Monsieur Jérôme JULIEN

Professeur à l'Université Toulouse I Capitole

Monsieur Jean-Jacques DAIGRE

Professeur émérite de l'École de droit de la Sorbonne

Monsieur Michel STORCK

Professeur à la Faculté de Droit de Strasbourg

L'université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions particulières du candidat.

Je tiens à remercier mon directeur de thèse, monsieur Sébastien Neuville, pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant d'encadrer ce travail doctoral, pour son soutien et ses précieux conseils.

INTRODUCTION

1. **De la sécurité juridique.** Il est attendu de la loi qu'elle assure une sécurité juridique infaillible¹, et permette la continuité de « l'appareil du Droit »². La sécurité juridique étant souvent une exigence à défaut d'être un principe directeur³, toute loi, au sens normatif, est faite pour durer, s'inscrire dans le long terme, et régler aussi définitivement que possible le problème juridique posé, en particulier en matière de droit des obligations⁴. D'ailleurs, une loi ne se périmé jamais par le seul effet du temps⁵. Il se peut que certains ajustements soient nécessaires⁶, qu'une modification de la situation

¹ T. PIAZZON, *La sécurité juridique*, Paris II, 2006, pages 25 et suivantes

² Voir par exemple P. DEMOGUE, *Les Notions Fondamentales du Droit Privé, Essai critique*, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1911, page 63 : « Nous touchons ici peut-être au plus grand des desiderata de la vie juridique et sociale, au moteur central, le besoin de sécurité. C'est un des intérêts dont la législation moderne se préoccupe le plus. Donner la sécurité aux individus, cette idée, si simple a dans le droit de nos jours une importance colossale. Elle est à la base de principes très importants concernant soit les sources du droit, soit le droit public, soit le droit privé ».

³ A. CRISTAU, *L'exigence de sécurité juridique*, Dalloz, 2002, n°37, page 2814

⁴ J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, page 79 : « Deux traits dominant l'histoire des obligations, l'importance d'un fonds commun qui nous vient du droit romain, et depuis le XIXe siècle, au moins, une tendance nouvelle vers l'abstraction. De cette constatation, la plupart des auteurs ont tiré cette conclusion que le droit des obligations est immuable et fondamentalement théorique. Il convient de discuter cette permanence et bien noter que souvent la pratique a bousculé la théorie ». Voir également C. SAINT-DIDIER, *Droit du travail et droit des obligations, Étude d'une opposition*, Aix-Marseille, 1996, pages 198 et suivantes ; M. VILLEY, *Leçons d'histoire de la philosophie du droit*, réédition de la deuxième édition, Dalloz, 2002, page 101

⁵ L'abrogation d'une loi peut être tacite en cas de désuétude, mais uniquement lorsqu'un texte nouveau pose une règle inconciliable avec la règle posée antérieurement : J.-L. AUBERT, E. SAVAUX, *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, quinzième édition, Sirey, 2014, §115, page 115

⁶ J. PORTALIS, *Discours préliminaire sur le projet du Code civil présenté le 1er Pluviose an IX par la commission nommée par le gouvernement*, in *Discours et rapports sur le Code civil*, Joubert, Paris, 1844 : « Un code, quelque complet qu'il puisse paraître, n'est pas plutôt achevé, que mille questions inattendues viennent s'offrir aux magistrats. Car les lois une fois rédigées demeurent telles qu'elles ont été écrites. Les hommes, au contraire, ne se reposent jamais ; ils agissent toujours : et ce mouvement, qui ne s'arrête pas, et dont les effets sont diversement modifiés par les circonstances, produit, à chaque

entraîne sa révision ou son obsolescence⁷. Mais si le contexte est invariant, la loi agit invariablement⁸. En témoigne le nombre encore élevé des articles du Code civil, dans leur version initiale de 1804 n'ayant jamais subi la moindre correction. Et que dire des grands principes de droit romain dont on retrouve une application pratique et moderne encore aujourd'hui, tant ils sont parfaitement adaptés au contexte juridique actuel ? La loi est en tout état de cause un outil de définition, de précision, et de certitude, dont dépend la sécurité juridique dans son ensemble⁹.

Dans un tel contexte, le pire ennemi du droit est l'infime interstice dans lequel il n'a pas encore trouvé sa place : tout comme la nature, il a horreur du vide. Par principe, le vide juridique n'est jamais destiné à perdurer, et ne peut être que temporaire. Le droit s'adapte à tout, et se contorsionne au besoin pour entrer dans les boîtes les plus petites ou couvrir les champs les plus vastes¹⁰. Mais le législateur redoute de créer à partir de rien, le néant n'étant pas une base solide à l'épreuve du temps¹¹. Il s'inspire de tout ce qui lui semble similaire. Quand rien n'existe, les mécanismes les plus proches servent de fondement à la création d'un système propre. Or, même lorsqu'une situation est juridiquement définie, certaines mutations du sujet de droit peuvent perturber l'équilibre et la véracité de la règle, et remettre en cause la pertinence du système juridique établi¹².

instant, quelque combinaison nouvelle, quelque nouveau fait, quelque résultat nouveau ».

⁷ P. DEMOGUE, *Les Notions Fondamentales du Droit Privé, Essai critique*, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1911, page 38

⁸ Tendence qui peut parfois déboucher sur une certaine forme d'immobilisme du droit. Voir J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §69, page 81 : « Certains ont avancé le penchant naturel des juristes pour le conservatisme et l'attachement à la tradition qui conduisent au « statisme du droit » (G. Ripert). Ce conservatisme d'ailleurs obéit parfois, comme le pensait le doyen Morin, à « la loi du moindre effort ». On a également mis en avant que les relations individuelles sont dans leurs formes, leurs expressions, beaucoup moins variées qu'il n'y paraît ; qu'il y a moins de nouveauté qu'on ne le pense et que quelques modèles suffisent ». Voir également P. DEMOGUE, *Les Notions Fondamentales du Droit Privé, Essai critique*, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1911, page 111

⁹ Voir en ce sens J.-S. MILL, *L'utilitarisme, Essai sur Bentham*, présentation, traduction et notes de C. AUDARD et P. THIERRY, deuxième édition, PUF, 2009

¹⁰ T. PIAZZON, *La sécurité juridique*, Paris II, 2006, pages 52 et suivantes

¹¹ A titre d'illustration, notons que l'objectif initial de la création du Code civil suivait un axe précis et ambitieux, un décret du 16 août 1790 souhaitant former un « corps général de lois simples et claires ». Voir J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §45, page 57

¹² F. GENY, *Science et Technique en droit privé positif*, Sirey, 1915, pages 366-369

2. **De la fiction juridique**¹³. C'est particulièrement le cas lorsque la loi, par nature stable et pérenne, se propose de retranscrire en droit une pratique versatile et malléable. Subitement, la loi « hésite, tâtonne, bafouille »¹⁴. Le travail de création juridique s'apparente alors à une forme plus ou moins aboutie d'expérimentation. Mais lorsque la pratique dépasse le cadre théorique attribué, la loi doit-elle en toutes circonstances faire application d'un principe d'adaptation à cette nouvelle réalité ? Le risque est grand de passer à côté d'une transcription fidèle de la réalité, de la travestir, d'imposer une règle juridique inadéquate, mal aisée ou bancale. Même si la fiction juridique du vide maladroitement comblé peut perdurer tant qu'elle n'est pas mise à l'épreuve, à la moindre crise ou remise en cause elle révèle sa grande faiblesse et son inaptitude à faire face. La loi ne permet plus ni sécurité¹⁵, ni continuité temporelle, et perd sa caractéristique première.

3. **Un exemple flagrant.** Le cas du dépôt de titres financiers est un merveilleux exemple de cette contorsion du droit. Il met en œuvre deux concepts que le juriste connaît bien : le dépôt d'un part, les titres financiers de l'autre. Mais ces deux notions appartiennent à des domaines très différents et obéissent à des règles et des considérations étrangères l'une à l'autre. Leur union à l'intérieur d'un mécanisme unique est certainement plus aisée en pratique qu'en technique juridique. Pourtant, le législateur a dû faire preuve d'une adaptabilité dont il s'agit d'analyser l'ampleur. Une présentation générale du sujet (I) permet d'établir une vision globale des nombreuses interrogations qu'il inspire (II).

¹³ Au sens de mensonge consacré par la nécessité.

¹⁴ Mots de P. MAZEAUD, alors président du Conseil Constitutionnel, lors de ses vœux au Président de la République en janvier 2005.

¹⁵ T. PIAZZON, *La sécurité juridique*, Paris II, 2006, pages 113 et suivantes

I. Une présentation générale

4. **L'origine du problème.** De toute évidence, le mécanisme du dépôt et l'objet des titres financiers appartiennent à deux univers juridiques très différents. Le juriste maîtrise chacun d'eux, mais leur union ne se fait pas sans de nombreuses interrogations. La coexistence de plusieurs réalités juridiques, ou de réalités qui n'ont pas encore de qualification juridique (A), entraîne un conflit de légitimité et de mise en œuvre au moment de leur confrontation (B).

A. La confluence de réalités juridiques distinctes

5. **Une confluence éclectique.** Certains auteurs notent avec justesse que le commerce, pour s'épanouir, se trouve au carrefour de divers impératifs¹⁶. Le sujet ici traité en est une remarquable illustration. La question du dépôt de titres financiers implique la confrontation de deux réalités juridiques bien connues : d'une part le dépôt de droit commun (1), et d'autre part l'existence autonome de titres financiers (2).

1. Le dépôt de droit commun

6. **Le dépôt dans la langue française.** Avant toutes choses, qu'est-ce qu'un dépôt ? Concept courant de la langue française, le dépôt est issu du verbe latin *depono*, qui parmi ses nombreux sens possède celui de mettre de côté, en dépôt, en sûreté¹⁷. C'est un terme global désignant un mécanisme simple, qui fait l'objet d'une

¹⁶ J. JULIEN, A. MENDOZA-CAMINADE, *Droit commercial*, LGDJ, 2013, page 1

¹⁷ Définition de *depono* par le dictionnaire Gaffiot, page 499

multitude d'applications pratiques. La langue française possède pour ce seul mot un nombre important d'acceptions. Outre les sens de placer, mettre, destituer ou encore témoigner, le terme « déposer » signifie aussi confier, mettre ou remettre.

Le dépôt se définit également, selon le dictionnaire Larousse, comme « l'action de déposer, de laisser quelque chose quelque part » ou encore « l'objet, la somme qui est déposée ». Dans une autre acception, le dépôt désigne aussi bien « le lieu où sont entreposées les choses qui font l'objet de ce dépôt », ou dans un registre purement scientifique, « l'accumulation de matière solide au fonds d'un liquide au repos »¹⁸. La notion de dépôt est par conséquent intimement liée au concept d'immobilité. Elle désigne le lieu, ou l'objet posé en ce lieu de manière temporaire ou permanente, en raison d'une volonté précise d'immobiliser un contenu. Cette analyse préalable de la notion même du dépôt pourra se montrer ultérieurement intéressante, tant en matière de titres financiers, la conception d'immobilité est toute relative.

L'acception qui nous intéresse pour cette étude est celle qui désigne le fait de confier une chose à une autre personne.

7. **Les deux acteurs emblématiques.** Reconnu comme un véritable contrat à partir du premier siècle après J.-C.¹⁹, le terme latin se polarise autour des deux acteurs du dépôt : d'une part le *depositarius* (dépositaire) qui reçoit le dépôt, et d'autre part le *depositor* (déposant) qui confie l'objet du dépôt. Dans certains dépôts spéciaux, il apparaît entre ces deux acteurs une nette notion de confiance inhérente à l'idée de dépôt, vestige de la notion de bonne foi et de loyauté qui y était auparavant précieusement attachée²⁰. C'est le cas en ce qui concerne le dépôt de certains documents d'importance, c'est-à-dire l'« action de déposer quelque chose en un lieu sûr ou auprès d'une instance

¹⁸ Définition par le dictionnaire Larousse en ligne, www.larousse.fr

¹⁹ P. LE TOURNEAU, J. FISCHER, E. TRICOIRE, *Principaux contrats civils et commerciaux*, Ellipses, 2005, page 103

²⁰ Voir en ce sens l'importance de la notion de bonne foi et de loyauté dans le contrat général de dépôt, exposé dans la thèse de I. AVANZINI, *Les obligations du dépositaire*, Paris, 2005, pages 309 et suivantes

compétente. Dépôt d'une motion, d'un testament »²¹. Cette acception justifie le fort *intuitus personæ* qui subsiste dans le choix de la personne du dépositaire²², qu'il s'agisse de la personne en tant qu'individu particulier, ou du cocontractant²³ pour ses qualités telles qu'elles sont la cause impulsive et déterminante de l'adhésion des autres au contrat²⁴. C'est avant tout un contrat de confiance, où une personne confie à une autre des biens (historiquement des biens matériels) pour qu'il les conserve²⁵.

8. **La définition juridique du dépôt.** Qu'en est-il alors du dépôt au sens juridique du terme ? Est-il simplement une retranscription des différentes acceptions de la langue française ? En réalité le droit civil lui réserve une place toute particulière, puisqu'il possède sa propre définition présentée à l'article 1915 du Code civil. Le dépôt est l'acte²⁶ par lequel on reçoit la chose d'autrui, à charge de la garder et de la restituer en nature²⁷. Cette définition écarte dès à présent toute confusion avec un contrat de vente ou de prêt²⁸, et implique que le dépôt ne puisse s'opérer que sur une chose mobilière²⁹. Le dépositaire ne peut pas faire usage de la chose³⁰, et n'en dispose pas comme un

²¹ Définition du Centre National des Ressources Textuelles et Lexicales

²² A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, Montchrestien Lextenso, dixième édition, 2013, §1049 ; P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, LGDJ Lextenso, sixième édition, 2013, page 196

²³ Voir en ce sens la thèse de D. KRAJESKI, *L'intuitus personae dans les contrats*, Toulouse, 1998.

²⁴ M. AZOULAI, *L'élimination de l'intuitus personae dans le contrat*, in *La tendance à la stabilité du rapport contractuel*, LGDJ, 1960, page 1

²⁵ BOUDINOT et FRADOT, *Technique et pratique bancaire*, Sirey, quatrième édition, 1982 ; J.-J. BURGARD, C. CORNUT, O. ROBERT de MASSY, *La banque en France*, Presses de la fondation nationale des sciences politiques et Dalloz, quatrième édition, 1995 ; J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, Dalloz, sixième édition, 1980

²⁶ Il est intéressant de constater que dans la rédaction de cet article, le législateur a remplacé le terme « contrat » par celui de « acte ». Il efface également la notion de gratuité, si chère à Pothier : G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, Sirey, deuxième édition, 1900, §1009, page 527

²⁷ Article 1915 du Code civil

²⁸ M. TROPLONG, *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845, §20, page 24 (au sujet du prêt) : « Et puisque la chose est livrée à l'emprunteur pour qu'il s'en serve, il suit qu'il y a une grande différence entre le commodat et le dépôt et le gage. Dans le dépôt, on livre la chose non pour s'en servir, mais pour la garder ; dans le gage, on la livre pour la posséder à titre de garantie. Mais le propre du prêt est de l'employer à l'usage de l'emprunteur ».

²⁹ A. BENABENT, *op. cit.*, §1021

³⁰ Cette notion d'usage est inhérente et caractéristique du contrat de prêt : voir O. FARDOUX, J.-C.

propriétaire. Il doit simplement effectuer une garde de l'objet et le restituer à la demande du déposant³¹. Cornu le définit comme une « espèce de contrat ; employé seul, le terme désigne le dépôt ordinaire (dit régulier ou volontaire), contrat *intuitus personae*, gratuit ou salarié »³², mais le terme désigne également l'acte matériel d'exécution du contrat, l'objet même du dépôt, et par extension le lieu de ce dépôt³³.

9. **Un dépôt de droit commun.** Dans la conception juridique française, le dépôt est par définition un mécanisme de droit commun, dans le sens où il obéit à des règles juridiques dont le domaine d'application est indéfini³⁴. Le droit commun offre un corpus de règles applicables à une situation de base. Sans pour autant y être entièrement associé ou s'y confondre³⁵, ce corpus de droit commun est ici principalement constitué par le droit civil. En matière professionnelle, il peut s'agrémenter de quelques subtilités du droit commercial et du droit financier, mais demeure intimement ancré dans une base civiliste³⁶.

L'apparence pourrait induire en erreur, et ne voir en l'étude ici proposée qu'une comparaison du dépôt de titres financiers et du dépôt de droit commun. Il n'en est rien, car une telle étude serait fondamentalement incomplète. Le mécanisme du dépôt de titres financiers, par de nombreux aspects, dépasse de loin la simple structure du dépôt, et nécessite d'être mis en lumière avec d'autres mécanismes connus. Ce n'est pas simplement le dépôt de droit commun, mais tout le droit commun qui trouve ici à s'appliquer.

PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 92 et suivantes

³¹ P. LE TOURNEAU, J. FISCHER, E. TRICOIRE, *Principaux contrats civils et commerciaux*, Ellipses, 2005, page 113

³² G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 260

³³ Voir les acceptions 2, 3 et 4 dans la définition du dépôt par G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 260

³⁴ Définition du droit commun selon N. BALAT, *Essai sur le droit commun*, Paris 2014, §837, page 463

³⁵ Voir en ce sens les observations de N. BALAT, *op. cit.*, page 463

³⁶ Une telle configuration n'est pas sans rappeler les interrogations de J.-L. GAZZANIGA dans *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §70, page 81 : « N'y a-t-il pas plutôt un cadre formel qui peut s'adapter à une multitude de situations et cette multitude exprime en fait le droit des contrats d'aujourd'hui ? » ; voir sur le même sujet L. GRYNBAUM, *Droit civil, les obligations*, deuxième édition, Hachette, 2007, page 20

10. **Plusieurs formes de dépôt.** Bien que le droit civil n'envisage pas un nombre aussi conséquent de définitions du dépôt que la langue française, il existe, conjointement à ce dépôt général, des cas particuliers de dépôts, qui ont nécessité la création d'un régime à part entière en raison de circonstances spécifiques. Parmi les cas de dépôts particuliers on peut notamment citer le dépôt hôtelier³⁷, le dépôt hospitalier³⁸, le dépôt dans les magasins généraux³⁹, ou encore le dépôt de fonds dans un établissement bancaire⁴⁰. Mais ces situations ne sont que très peu semblables à la situation complexe du dépôt de titres financiers. La liste des contrats pratiques qui constituent une sous-catégorie du dépôt est longue : par exemple le contrat de garage, la location de case frigorifique, la garde de fourrure et tapis, le garde-meuble, ou encore les vestiaires et consignes. Le séquestre⁴¹, quant à lui, est une forme de dépôt qui ne s'opère que dans une

³⁷ Ce dépôt est défini à l'article 1952 du Code civil : « Les aubergistes ou hôteliers répondent, comme dépositaires, des vêtements, bagages et objets divers apportés dans leur établissement par le voyageur qui loge chez eux ».

³⁸ Tout en refusant d'assimiler l'hôpital ou la clinique à un hôtel, et donc de soumettre sa responsabilité à celle du dépôt hôtelier, la jurisprudence a fini par charger l'établissement de soin d'une obligation accessoire de surveillance des effets du malade. C'est la loi du 6 juillet 1992 qui a instauré un régime particulier du dépôt, emportant une responsabilité de plein droit de ces établissements de santé publics ou privés, quels que soient l'âge et l'état physique ou mental du malade.

³⁹ Les magasins généraux sont définis comme des entrepôts agréés et contrôlés par l'autorité administrative dans lesquels des industriels, commerçants, agriculteurs ou artisans déposent des matières premières, des marchandises, des denrées ou des produits fabriqués. Ces établissements doivent obtenir un agrément du préfet, en vertu de l'article L. 522-1 du Code de commerce. Le dépositaire est alors soumis en tant que tel aux règles générales du dépôt. Mais en tant qu'exploitant de magasin général, il est tenu de respecter certaines prescriptions propres à sa fonction.

⁴⁰ Ce dépôt est certainement le dépôt le plus proche du dépôt de titres financiers. Il constitue l'activité essentielle des activités bancaires. Il consiste au fait pour un déposant de confier à un dépositaire des sommes d'argent dont il est le propriétaire. Ces sommes étant un bien fongible, le dépôt de fonds est l'exemple type du dépôt irrégulier. Le dépositaire devient propriétaire des fonds et en a le libre usage pendant toute la durée du dépôt, ayant simplement pour obligation de restituer les fonds en cause à la demande du déposant. L'obligation de restitution est une obligation de résultat. En conséquence, seul un cas de force majeure ou une faute commise par le déposant sur l'authenticité de l'ordre de paiement peut l'en décharger. C'est ce qu'a retenu par exemple un arrêt de la première chambre civile de la Cour d'appel de Versailles en date du 10 février 2000.

⁴¹ Le terme de séquestre est issu du latin *sequester*. Ce terme, utilisé en tant qu'adjectif, désignait « celui qui intervient, qui prend part, alors qu'en tant que nom, il prenait la définition d'intermédiaire, médiateur œuvrant pour la réconciliation ». En français, il est défini comme « le dépôt d'une chose litigieuse entre les mains d'un tiers ou même d'une partie, en attendant la fin de la contestation. Le séquestre – l'expression désigne aussi bien la personne que la fonction – facilite l'exécution matérielle du règlement du litige et soustrait avantageusement l'objet des convoitises à l'humeur ou à la fraude des plaideurs ». Ce mécanisme est une variété de dépôt et le Code civil le conçoit comme telle. Il existe

situation contentieuse⁴², et ne rentre pas dans le cadre de cette étude.

Le droit civil reconnaît par là-même la grande diversité des dépôts particuliers, qu'ils soient plus ou moins proches du dépôt de droit commun. Identifier les circonstances particulières d'un dépôt permet de reconnaître *de facto* l'existence d'un dépôt particulier. Or en fait de particularité, les titres financiers ne sont pas en reste.

2. Les titres financiers

11. **La définition des titres financiers.** De toute évidence, ils sont au cœur-même de cette étude. Les titres financiers sont un outil économique, très simple et facile d'usage, pour lequel le juriste a créé une catégorie propre⁴³. Le terme de titre a, selon le dictionnaire Larousse⁴⁴, deux approches particulièrement intéressantes au regard

deux types de séquestres : le séquestre conventionnel et le séquestre judiciaire.

Le séquestre conventionnel s'identifie par un contrat judiciaire. Ce contrat a pour objet de réserver ce qui en fait l'objet à la partie qui sera jugée devoir l'obtenir, après décision définitive sur la contestation qui a provoqué le séquestre. Il est soumis aux règles ordinaires du dépôt, et la responsabilité du dépositaire séquestre suit les articles 1927 et 1928 du Code civil.

Le séquestre judiciaire est présenté à l'article 1961 du Code civil. Le séquestre des meubles saisis sur un débiteur, d'un immeuble ou d'une chose mobilière, dont la propriété ou la possession fait l'objet d'un litige, peut être ordonné par la justice, c'est-à-dire les tribunaux y compris le juge des référés. L'obligation du séquestre judiciaire consiste principalement en la garde de la chose, qui peut ici être étendue à l'accomplissement d'actes d'administration pour assurer la bonne gestion de la chose. Le séquestre s'oblige à rendre la chose contentieuse déposée entre ses mains, après la contestation terminée, à la personne qui serait jugée devoir l'obtenir. Voir par exemple O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 108. En définitive, la confusion entre les deux termes de prêt et de séquestre est peu probable tant historiquement leurs domaines d'application sont distincts : voir L. GUILLOUARD, *Traité du prêt, du dépôt & du séquestre*, Paris, 1892 ; C. AUBRY, C. RAU, *Droit civil français*, par ESMEIN (P.), Cosse, septième édition, 1961, §137, page 195 ; G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1253 et suivants ; P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, pages 390-391 ; G. de LABROUE de VAREILLES-SOMMIERES, *Définition et notion juridique de la propriété*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1905, page 443

⁴² A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1079

⁴³ BOUDINOT et FRADOT, *Technique et pratique bancaire*, Sirey, quatrième édition, 1982

⁴⁴ Dictionnaire Larousse en ligne, www.larousse.com, recherches sur les termes de « titre » et « financier ».

de ce sujet. En dehors du sens de « mot ou morceau de phrase servant à désigner un écrit », le titre possède une définition bancaire et une définition juridique : soit comme une « valeur mobilière »⁴⁵, soit comme « la cause ou le fondement juridique d'un droit, ou l'écrit constatant cette cause ou ce fondement juridique, par exemple un titre de propriété ou encore une créance »⁴⁶. Nous verrons ultérieurement que loin de s'exclure, ces deux définitions ont tendance à se faire écho dans le domaine particulier des titres financiers⁴⁷. Cependant, tous les titres ne sont pas des titres financiers. Par exemple, les lettres de change⁴⁸ et les billets à ordre⁴⁹ sont des titres de droit commercial.

Le terme de « financier », quant à lui, désigne « la gestion des patrimoines privés ou publics ainsi que les opérations effectuées sur le marché des capitaux à long terme (actions, obligations) »⁵⁰. Dans le sujet que nous avons choisi d'aborder, le terme de financier, utilisé conjointement à celui de titre, a une signification plus spécifique que la définition générale qui vient d'en être donnée⁵¹, car le droit financier des titres est une interprétation juridique de la pratique⁵². C'est l'activité économique qui a imposé la création des titres financiers, et le droit s'est contenté de transcrire en termes juridiques la réalité financière⁵³. Pour le moment, retenons simplement que les titres financiers sont des choses (matérielles ou immatérielles) véhiculant un droit, une propriété, ou une créance, et que ces choses sont significatives par la valeur qu'elles confèrent. Les titres financiers peuvent être acquis par toutes sortes d'investisseurs : qu'il s'agisse d'investisseurs individuels, ou de groupements d'investisseurs, notamment à travers les

⁴⁵ Voir la recherche du terme « titre » dans son acception liée au domaine « banque ».

⁴⁶ Voir la recherche du terme « titre » dans son acception liée au domaine « droit ».

⁴⁷ Voir *infra* sur la tenue de compte conservation.

⁴⁸ La lettre de change est un titre par lequel un tireur donne mandat à son débiteur, le tiré, de payer une certaine somme à une tierce personne : le bénéficiaire.

⁴⁹ Le billet à ordre est un document par lequel le tireur, nommé également souscripteur, se reconnaît débiteur du bénéficiaire auquel il promet de payer une certaine somme d'argent à un certain terme spécifié sur le titre.

⁵⁰ Voir la recherche du terme « financier » dans l'acception la plus courante qui en soit donnée.

⁵¹ Voir *infra* sur l'objet du dépôt.

⁵² Voir par exemple G. DECOCQ, Y. GERARD, J. MOREL-MAROGUET, *Droit bancaire*, Revue Banque édition, collection Master, 2011

⁵³ A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORRACHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, deuxième édition, Précis Dalloz, 2012

organismes de placements collectifs.

12. **Le recours aux deux acteurs emblématiques.** En l'occurrence, les titres financiers sont acquis par des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM). Ces organismes sont des sociétés qui ont pour fonction de rendre l'investissement sur les marchés financiers plus attractif pour certains clients, notamment les investisseurs individuels, en effectuant pour eux des missions spécifiques⁵⁴. Parmi ces missions, on retrouve principalement la gestion des actifs⁵⁵, l'organisation d'une stratégie financière définie⁵⁶, et plus globalement la mise en œuvre de leur expérience au profit des intérêts de leurs clients⁵⁷. En d'autres termes, le client, au lieu d'intervenir directement sur les marchés financiers, prend des parts de l'OPCVM et devient actionnaire⁵⁸. Les profits effectués par cet organisme sont reversés directement aux investisseurs⁵⁹.

Mais l'OPCVM n'est pas le seul acteur intervenant dans la manipulation des titres. Les titres financiers sont l'objet d'un dépôt auprès d'un établissement dépositaire⁶⁰, pour des raisons pratiques qui seront évoquées ultérieurement⁶¹. Le dépositaire est ici un

⁵⁴ Pour une définition plus détaillée, voir C. GAVALDRA et J. STOUFFLET, *Droit bancaire*, huitième édition, Litec, Manuels, 2010

⁵⁵ Dans sa vision la plus simple, la gestion d'actifs, appelée également gestion de portefeuille ou Asset Management, consiste à gérer des capitaux ou des fonds confiés par des investisseurs pour réaliser un revenu et/ou d'enregistrer des plus-values sur une durée déterminée, en investissant dans certains actifs financiers comme les actifs et les obligations. Voir en ce sens M. CHERIF, *Ingénierie financière & Private Equity*, Revue Banque Edition, 2003, pages 23 et suivantes

⁵⁶ Cette stratégie financière peut présenter plusieurs aspects. Le choix de tel investissement pour permettre une meilleure rentabilité est le plus courant. D'autres considérations, comme par exemple le choix d'une ligne éthique, ou le niveau de prise de risque peuvent également être pris en compte. Voir en ce sens G. ELIET, *Des fonds éthiques à l'éthique des fonds*, Bull. Joly Bourse, janvier 2002, n°1, page 8 ; G. FERONE, *Fonds éthiques : pour en finir avec la confusion*, Revue Banque, 1999, Tribune Libre

⁵⁷ La gestion collective comme mode d'investissement passe pour être le choix du recours à un professionnel avisé, plus au fait des techniques et subtilités du marché, et permettant ainsi une certaine rentabilité sur le long terme.

⁵⁸ H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, collection Droit & Économie, LGDJ, 2007 ; D. OHL, *Droit de sociétés cotées, Accès au marché, produits cotés, OPA, Abus de marché*, troisième édition, Litec, 2008 ; L. AYNES, *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 593

⁵⁹ Voir *infra*

⁶⁰ En vertu de l'article L. 214-10 I. du Code Monétaire et Financier.

⁶¹ Il faut d'ores et déjà noter que cette obligation n'est pas applicable à tous les organismes. Le dépositaire intervient auprès des principaux organismes de placements collectifs : fonds communs de placement, Sicav, fonds communs de titrisation et organismes de placement collectif immobilier. Mais les sociétés

prestataire de service d'investissement⁶², c'est-à-dire une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement, dans le respect de règles de bonne conduite et d'organisation⁶³. Nous sommes ainsi dans la situation d'un déposant, l'OPCVM, qui confie un dépôt à une banque dépositaire, et l'objet de ce dépôt est constitué par des titres financiers. Il s'agit bien, à première vue, d'une situation correspondant à la définition juridique du dépôt civil. Si la théorie est évidente, la pratique est d'une infinie complexité.

B. Les premières interrogations

13. **L'œuvre de la dématérialisation.** La dématérialisation, initialement des valeurs mobilières, puis des titres financiers, opère dès 1982 des changements de nature majeurs. En décembre 1981 est votée une loi de dématérialisation⁶⁴ : désormais, en France, les titres financiers ne sont plus des titres papiers, mais des titres immatériels, dont la preuve de l'existence ne repose que sur l'inscription en compte⁶⁵. Ce changement de nature de titres financiers remet en question le maintien du dépôt (1), et la pertinence de la source de droit commun (2).

civiles immobilières et les sociétés d'épargne forestière n'ont pas cette obligation. Voir O. DOUVRELEUR, *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331

⁶² Cette activité est régulée par la Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

⁶³ Voir la définition fournie par le site internet de l'AMF, dans la section Prestataires financiers & Crowdfunding. Voir également F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998, page 30 et suivantes

⁶⁴ Loi de finance pour 1982 n°81-1160 du 30 décembre 1981

⁶⁵ Voir J. FOYER, *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Mélanges Flattet, Lausanne, 1985, pages 21 et suivantes

1. La dématérialisation des titres financiers et ses conséquences

14. **Un dépôt désormais obsolète ?** Occultons momentanément tout ce qui peut être déjà connu du dépôt de titres financiers. Devant un tel processus de dématérialisation, tout juriste ferait preuve de scepticisme ! S'il est tout à fait concevable de déposer un objet matériel, comment dépose-t-on un objet immatériel⁶⁶ ? Porter plus loin le raisonnement peut même amener à se demander quel serait l'intérêt pour un propriétaire de bien immatériel d'en faire dépôt (si tant est que cela puisse se concevoir). Si c'est le cas, comment et à quel moment s'effectue le transfert de propriété, et comment le prouver, en particulier lorsque l'existence de plusieurs intermédiaires rend la date d'inscription en compte assez aléatoire⁶⁷ ?

C'est la doctrine qui en premier a mis en avant toutes ces interrogations. A la suite de cette dématérialisation et durant les décennies qui ont suivi, de nombreuses voix se sont élevées pour remettre en cause l'appellation même du dépôt en matière de titres financiers immatériels⁶⁸. Avec la disparition du support papier, c'est la seule inscription en compte qui vaut transfert de propriété⁶⁹, et confère à l'acheteur l'intégralité des droits auparavant transmis lors de la remise matérielle de l'objet⁷⁰. Or cette conception a été

⁶⁶ Sur l'usage de l'immatériel, voir D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65 ; T. REVET, *Le Code civil et le régime des biens : questions pour un bicentenaire*, Droit et Patrimoine, mars 2004, n°124, page 20

⁶⁷ Voir en ce sens H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

⁶⁸ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

⁶⁹ J.-M. DELLECI, *Le nouveau droit de propriété des titres négociés*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°25, 23 juin 1994, page 368 ; B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque Editeur, 1988, page 27 ; H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13 ; D.-R. MARTIN, *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, Recueil Dalloz, 1998, chroniques page 15

⁷⁰ P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 341 : « Ne désirant pas remettre en cause le droit positif, la commission COTTE, à l'instar de la commission Pérouse, s'est attachée à cerner quelle force en droit positif était reconnue à l'inscription. Ainsi apprend-on qu'en tout état de cause, « le droit de propriété existe dorénavant et de manière certaine, par l'inscription en compte du client, effectuée dans les livres de l'intermédiaire habilité » et que « cette inscription confère à son titulaire l'ensemble des droits attachés à la valeur mobilière en cause » (rapport COTTE). Il est

vivement contestée⁷¹, notamment en ce qu'elle confère à l'inscription en compte un pouvoir bien supérieur à ce qui est normalement attribué⁷². La similitude perdure entre le dépôt de titres financiers et d'autres mécanismes du droit financier, comme le dépôt de monnaie scripturale et fiduciaire⁷³. Mais la fiction d'une monnaie scripturale de même consistance que la monnaie fiduciaire peut perdurer tant que cette monnaie scripturale existe par un dépôt préalable de monnaie fiduciaire⁷⁴. Or, en matière de titres financiers, cette fiction n'est plus possible puisque tous les titres matériels ont disparu⁷⁵. Le législateur a construit progressivement un régime juridique autonome pour les titres

tiré, entre autres conclusions, que l'acheteur « juridiquement a reçu les titres dès la négociation puisque son compte en a été crédité » » ; D. LEPELTIER, *Dématérialisation : inscription en compte et circulation des titres non admis en SICOVAM*, Semaine juridique CI, 1984, II, 14 275 ; J.-F. KEITH, S. RIMBERT, *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25

⁷¹ P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 341 : « On ne peut que vigoureusement contester ces opinions, qui n'expriment qu'une tentative de résurgence de la théorie de l'incorporation. Elles retirent par ailleurs à l'ensemble de la réforme relative au transfert de la propriété, sa logique modificatrice ; si le droit est véritablement incorporé à l'écriture, pourquoi modifier la date du transfert au jour de l'inscription ? Car alors le transfert de propriété ne saurait être antérieur au virement scriptural, et l'acquéreur ne pourra être reconnu propriétaire tant que l'inscription n'aura pas été opérée à son compte. On rétorquera alors inmanquablement que la Cour de cassation, par ses arrêts des 22 novembre 1988, 24 janvier 1989 ou 16 juillet 1992 rejette cette thèse : le transfert s'opère *solo consensu*. Le postulat de base se trouve donc être erroné ».

⁷² P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 352 : « Hors de tout transfert de propriété, il semble que l'inscription en compte ait vu sa fonction inchangée, tant dans son principe de preuve de la propriété que dans son intensité, la présomption restant simple. Pourtant, la doctrine a majoritairement modifié son approche, conférant à l'inscription en compte un rôle plus substantiel. Ainsi, Ms Merkin et de Saint-Mars estiment que « dès lors que l'inscription en compte devient l'élément déterminant du transfert de propriété, il convient de considérer que cette inscription se trouve désormais dotée d'une force équivalente à celle qui naissait autrefois de la possession du titre papier. Le droit du titulaire du compte est incorporé au compte » » ; J. HONORAT, *Inscription en compte des valeurs mobilières françaises*, Répertoire Defrenois, 1985, article 33470 ; et 1986, article 33672 ; J.-F. KEITH, S. RIMBERT, *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25

⁷³ A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORRACHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, deuxième édition, Précis Dalloz, 2012 ; R. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979, pages 102 et suivantes

⁷⁴ Cette opinion serait corroborée par le fait que ce serait l'existence d'une monnaie matérielle qui lui donnerait sa qualité de chose objet de propriété. La monnaie scripturale ne serait alors qu'une reconnaissance de créance sur cette monnaie corporelle. Voir en ce sens C. LARROUMET, *Droit civil, Tome II Les biens, Droits réels principaux*, cinquième édition, Economica, 2006, §6, pages 7-8 : « En revanche, la monnaie scripturale ne fait pas l'objet d'un droit de propriété, car il ne s'agit que de la reconnaissance d'une créance constatée par un titre tel qu'un chèque, un effet de commerce (lettre de change ou billet à ordre) ou encore par un ordre de virement ». Voir également R. LIBCHABER, *Recherches sur la monnaie en droit privé*, LGDJ, 1998, pages 28 et suivantes

⁷⁵ R. LIBCHABER, *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 89 :

dématérialisés⁷⁶, et la notion de dépôt a été supplantée par celle de conservation, « reflétant par là même l'inadéquation de la qualification de dépôt »⁷⁷. Certains auteurs estiment même qu'une distinction s'impose, tant en terme lexical qu'au regard du régime applicable, entre le « dépôt d'une chose corporelle », et la « conservation d'instruments financiers dématérialisés »⁷⁸. D'autres remarquent que, le dépôt ne s'appliquant qu'à des objets matériels, les titres financiers immatériels ne devraient pas pouvoir faire l'objet d'un dépôt au sens de l'article 1915 du Code civil⁷⁹.

2. L'érosion des fondements

15. **La dérive du dépôt initial.** Il existe une autre source majeure d'interrogation. Historiquement, le rattachement du dépôt de titres financiers au dépôt de

« Si l'on a jusqu'ici repris sans précaution le terme de « dépôt en banque », c'est en raison d'un préjugé historique favorable, qui doit être éprouvé dès lors que les titres ne sont plus susceptibles d'être déposés par des particuliers, et restitués par les banques. Arrivé à ce point, le modèle de la monnaie scripturale fait défaut : s'il est artificiel de soutenir qu'elle n'est qu'une monnaie déléguée et que la seule vraie monnaie est fiduciaire, la fiction d'une monnaie scripturale existant par un dépôt préalable de billets peut tout de même être entretenue : elle ne le peut plus en matière de valeurs mobilières, puisque la loi de 1981 a fait disparaître les titres vifs. La question du dépôt doit donc être réexaminée dans une perspective nouvelle, où la question essentielle devient celle de l'adéquation de cette qualification avec le caractère corporel des titres ».

⁷⁶ Il faut noter qu'en matière de vente par exemple, la jurisprudence retient que le transfert de propriété résulte du contrat entre l'acheteur et le vendeur, et non de l'inscription en compte qui ne fait que traduire la réalité comptable de transfert. Voir en ce sens Cass. Com. « Korzilius », 22 novembre 1988 ; Bull. Civ. IV, n°322, page 216 ; Bull. Joly, 1989.84. Cette solution a été reprise plusieurs fois, notamment par Cass. Civ. 16 juillet 1992 ; Bull. Civ. I, n°238, page 157, et Cass. Com. 23 novembre 1993 ; Bull. Civ. IV, n°431, page 513 ; Bull. Joly, 1994.93, note de D. LEPELTIER. Voir également sur ce thème Cass. Com. « Aubertin » 1997 ; Bull. Civ. IV, n°186, page 163 ; Bull. Joly, 1997.859, note de J.-J. DAIGRE ; Banque et Droit, 1997, n°55, page 30, note de H. de VAUPLANE.

⁷⁷ P. GOUTAY, *Obligation de restitution des dépositaires, les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 2, 2009, page 16

⁷⁸ P. GOUTAY, *op. cit.*, page 16

⁷⁹ P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 180 : « Au regard de l'inscription en compte généralisée des valeurs mobilières, la doctrine fut unanime pour dénoncer cette qualification. « L'hésitation n'est plus permise. L'obligation de garde et de restitution a définitivement disparu avec la disparition matérielle des titres, et le contrat qui unit l'intermédiaire-teneur de compte à son client n'a plus rien à avoir avec le dépôt ». (Ripert et Roblot RTDC 1911, p 13 n° 1789) Parce que les valeurs mobilières ne sont plus matérialisées que par une inscription en compte, l'article 1915 du Code civil est sans objet, et le contrat de dépôt par là même » ; F. TERRE, *Le droit et l'immatériel*, Sirey, 1999

droit civil a toujours été revendiqué⁸⁰. Consciencieusement, chaque manuel de droit civil traitant du dépôt réservait une fraction de la présentation au cas particulier du dépôt de titres⁸¹. Chaque commentaire de droit s'est complu à citer la source civiliste comme une base solide et stable sur lequel pouvait être érigé l'empire du droit particulier. Mais depuis la fin des années 90, cette citation presque rituelle est comme figée, effectuée pieusement, davantage par habitude que par réelle volonté d'intégration⁸². Si le dépôt de titres financiers a connu une complexification sans précédent au cours des trois dernières décennies, la mention qui en est faite dans les manuels de droit civil reste d'une obscure généralité⁸³.

De là à dire que le droit civil se désintéresse du dépôt de titres financiers, ce serait une erreur. La comparaison est omniprésente, mais sur un autre terrain, celui du débat doctrinal. Et là encore, le lien entre la réalité financière et le droit civil est distendu. Les similitudes ne sont plus aussi flagrantes, et les comparaisons plus aussi convaincantes. La vraie nature du dépôt de titres financiers est en soi mystérieuse, car si elle est

⁸⁰ BOUDINOT et FRADOT, *Technique et pratique bancaire*, quatrième édition, Sirey, 1982 ; J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz, 1980 ; M. de JUGLART, B. IPPOLITO, *Traité de droit commercial*, Tome 7 Banque et bourses, troisième édition par L. M. MARTIN, Montchrestien, 1991 ; P. AÏDAN, *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Revue Banque édition, 2001 ; M.-A. LEUTENEGGER, *Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers*, troisième édition, Economica, 2010

⁸¹ Voir notamment P.-H. ANTONMATTEI, J. RAYNARD, *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013 ; R. CABRILLAC, *Droit des obligations*, huitième édition, Dalloz Cours, 2008 ; D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012 ; P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014 ; P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007.

⁸² Une liste exhaustive des ouvrages ne serait pas pertinente. A titre d'exemples et parmi les plus emblématiques, voir notamment A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien Lextenso, 2013, §1074 ; P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 506, §881 ; D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, neuvième édition, Dalloz, Paris, §426, note 1, page 379 ; P.-H. ANTONMATTEI, J. RAYNARD, *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013, §523, pages 442-443 ; J. HUET, G. DECOCQ, C. GRIMALDI, H. LECUYER, *Les principaux contrats spéciaux*, troisième édition, LGDJ Lextenso, 2012, §33127, page 1546

⁸³ Il en va de même pour la plupart des ouvrages généraux sur le droit financier, où le dépôt de titres ne fait pas l'objet d'une présentation très détaillée. C'est le cas par exemple dans l'ouvrage de F. GRUA, *Les contrats de base de la pratique bancaire*, Litec -Affaires – Finances, 2000 ; A.-D. MERVILLE, *Droit financier*, deuxième édition, Gualino éditions, 2015 ; P. NEAU-LEDUC, *Droit bancaire*, quatrième édition, Cours Dalloz, Droit privé, 2010 ; S. PIEDELIEVRE, E. PUTMAN, *Droit bancaire*, Economica, Corpus droit privé, 2011 ; J.-L. RIVES-LANGE, M. CONTAMINE-RAYNAUD, *Droit bancaire*, sixième édition, Précis Dalloz, 1995

parfaitement comprise dans la pratique, elle demeure imprécise en droit. Son rattachement à des mécanismes connus de droit civil est nécessaire en ce qu'il représente le premier fondement à l'élaboration du régime juridique correspondant. Mais au-delà de cette source civiliste, il s'agit également de savoir dans quelle mesure ce rattachement s'opère, s'il est stable ou variable en fonction de la pratique, mais aussi s'il est satisfaisant du point de vue de la véracité juridique, pour en découvrir les limites.

16. **Un dépôt qui n'en est plus un ?** L'incertitude qui plane sur le dépôt de titres financiers depuis quelques décennies ne fait que croître. La critique constante et virulente concernant le fait que le dépôt de titres financiers n'est plus un dépôt au sens civil du terme peut être aisément comprise. Mais si véritablement la nature immatérielle des titres rendait leur dépôt impossible⁸⁴, alors ce dépôt aurait tout simplement disparu avec la dématérialisation des titres⁸⁵. Or il n'en est rien, et le mécanisme existe toujours⁸⁶. Mais en présence d'un tel changement, la question peut être posée : de quel mécanisme s'agit-il désormais ?

II. La mise en œuvre d'une étude

17. **Une étude nécessaire.** L'actualité de ce sujet ne fait aucun doute. La crise financière est un grand révélateur des rouages plus ou moins solides du droit en matière de marché⁸⁷, et le moment de cette étude est particulièrement intéressant (A). Il

⁸⁴ Voir D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

⁸⁵ A. COURET, *Le « Big Bang » français*, Bull. Joly, février 1988, pages 7 et suivantes ; F. TERRE, *Le droit et l'immatériel*, Sirey, 1999

⁸⁶ B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque éditeur, 1988, page 27 ; D. DEGUEN, *Les nouveaux instruments financiers et les marchés financiers à terme*, La Documentation française, 1988

⁸⁷ Voir en ce sens A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348

permet une approche sous un angle nouveau et inédit (B). Au regard de ces observations, une thèse peut déjà être avancée (C).

A. De l'opportunité d'une telle étude

18. **Une étude de circonstance.** Le choix du dépôt de titres financiers comme sujet de thèse se justifie à lui seul par la formidable opportunité que peut représenter l'actualité de cette étude. En effet, ce thème n'est pas une nouveauté juridique, et a fait l'objet d'analyses et de perfectionnements depuis de nombreuses années. Mais le droit s'est efforcé d'entériner *a posteriori* des pratiques courantes. L'intérêt en est donc accru puisque l'appréciation du dépôt de titres financiers implique d'observer la résistance d'un régime juridique qu'on pourrait presque qualifier de « consolidant la pratique », à l'occasion d'un changement intégral de la situation de sa création. Il s'agit non seulement d'analyser le régime construit au fil des réformes et son fonctionnement actuel, mais également de le soumettre à l'effet des récents événements : la crise financière, dommage de masse s'il en est,⁸⁸ a mis au grand jour les rouages et les failles de cet édifice qui jusqu'à présent se suffisait à lui-même⁸⁹. Comme en témoigne le rapport annuel du European Fund and Asset Management Association, les devoirs et responsabilités des dépositaires de titres financiers ont été analysés depuis plus de quinze ans, et refont surface à chaque révision de la directive OPCVM⁹⁰.

⁸⁸ A. GUEGAN-LECUYER, *Dommages de masse et responsabilité civile*, Paris I, 2004, pages 27 et suivantes

⁸⁹ Voir en ce sens D. BLACHE, *La régulation des banques de l'Union européenne face à la crise*, Revue banque éditeur, 2009 ; A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348.

⁹⁰ European Fund and Asset Management Association, Annual Report 2009, page 12 : « Duties and responsibilities of the UCITS depositary have been on the regulatory agenda for more than fifteen years, resurfacing at each revision of the UCITS Directive. The discussion was buried by the Commission in November 2006, which argued that a modification of the UCITS Directive regarding depositaries would be useful, but the feasibility 'doubtful' » et de poursuivre : « In the aftermath of the Madoff fraud and the Lehman default the discussion restarted, culminating in January 2009 in a letter from the French Minister for finance and economy, Christine Lagarde, to Commissioner McGreevy complaining that Articles 7 and 14 of Directive 85/611/EEC were implemented differently among

Pour comprendre l'enjeu et les possibilités d'une évolution du régime juridique du dépôt de titres financiers, il s'avère indispensable de rattacher ce dépôt à son fondement initial, le dépôt tel qu'il est présenté en droit civil. La période est charnière : la récente crise financière a révélé les problèmes pratiques concernant le régime du dépôt de titres financiers⁹¹, et permet « d'apurer les excès et les tensions accumulées »⁹². La mutation du système est d'ores et déjà engagée. Le législateur français n'aura peut-être pas la main mise sur le changement, mais il peut en être le témoin éclairé.

19. **De nouveaux enjeux.** L'étude du dépôt de titres financiers *in abstracto* serait bien évidemment une erreur. Seule l'analyse de l'ensemble du marché et de ses préoccupations actuelles permet de concevoir clairement la place désormais allouée aux concepts du droit civil. La pratique financière est dorénavant préoccupée par deux objectifs majeurs : rétablir la confiance dans les marchés, et pour ce faire accroître la protection de l'investisseur⁹³. Le sort des intermédiaires de titres financiers pourrait-il suivre celui des intermédiaires de banque, et tendre vers une responsabilité beaucoup plus étendue⁹⁴ ? Il ne fait aucun doute que de telles perspectives ne seront pas sans conséquences sur tous les acteurs des marchés, et ceux qui gravitent autour du dépôt des titres pourraient être les premiers touchés.

Member States and arguing that this could potentially undermine investors' confidence in the UCITS 'label' and that in order to avoid this from happening, further harmonisation would be needed. Following the ECOFIN meeting of 20 January 2009, the Commission announced that it could, along with CESR, review the manner in which Member States had implemented the relevant provisions of the directive and evaluate how responsibilities and liabilities of depositaries were defined. To the extent that this review identifies practices or outcomes that are not consistent with the over-arching principles of the directive, it would take the necessary steps to correct shortcomings. The Commission also underlined that it 'is determined to ensure that national laws and practices transcribing depositary responsibilities and liabilities do not blur the responsibilities and liabilities enshrined in the Directive' ».

⁹¹ A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348

⁹² C. BOISSIEU, J. COUPPEY-SOUBEYRAN, *Les Systèmes Financiers, Mutations, crises et régulation*, quatrième édition, Economica, 2013, page 60

⁹³ R. EISING, D. RASCH, P. ROZBICKA, *EU financial market regulation and stakeholder consultations*, Institute for European Studies, Université Libre de Bruxelles, Belgique, 18-19 avril 2013, page 1 : « restore confidence in the Europea Union and to boost consumer protection ».

⁹⁴ Voir par exemple H. CAUSSE, *Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine*, Revue de Droit Bancaire et financier, n°4, juillet 2008, étude 17

20. **Des perspectives diverses.** Il est vrai qu'une telle étude ne peut s'opérer qu'avec l'inclusion d'une vision beaucoup plus globale, en s'orientant vers une approche plus européenne⁹⁵ voire internationale⁹⁶, et en proposant certaines perspectives pour améliorer les fonctionnements mis à mal par la crise financière⁹⁷. En Europe, les six pays hébergeant le plus cette catégorie d'actifs⁹⁸ sont le Luxembourg, la France, l'Allemagne, l'Irlande, le Royaume-Uni et la Suisse⁹⁹. Cependant, tous ne possèdent pas un régime juridique similaire¹⁰⁰, et certains pays comme le Luxembourg, l'Irlande et le Royaume-Uni ont un risque plus grand pour ce type de fonds¹⁰¹. L'avancée vers un marché européen unifié est encore longue, tant ce marché est « fragmenté, faiblement rationalisé et perfectible en terme d'information aux investisseurs finaux »¹⁰².

Parler de sujet unique serait une erreur, tant il s'agit plutôt d'une multitude de

⁹⁵ M. BOUTILLIER, B. SEJOURNE, *Intermédiation et financement domestique en Europe*, Banque & Stratégie, avril 2001, n°181, pages 13

⁹⁶ Cette adaptation est nécessaire au regard des volumes en cause. Voir par exemple O. DOUVRELEUR, *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331 : « L'ampleur des encours gérés - qui en 2006 se sont élevés en Europe à près de 8000 milliards d'euro et en France à 1500 milliards d'euros - suggère sans peine l'importance des enjeux, en terme de mission et de responsabilité, qui s'attache au régime juridique dans le cadre duquel il intervient ».

⁹⁷ M. SEVE, *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013, pages 56 et suivantes

⁹⁸ Voir M. BOUTILLIER, B. SEJOURNE, *Intermédiation et financement domestique en Europe*, Banque & Stratégie, avril 2001, n°181, pages 13-15

⁹⁹ Sur le choix particulier d'investissement et ses justifications, voir B. SEJOURNE, *Quelle maîtrise les ménages ont-ils de leur épargne ?*, Revue Projet, juin 2014, n°343, pages 21 et suivantes. C'est également un choix privilégié en matière d'épargne salariale : voir G. AUZERO, *La loi n°2001-152 du 9 février 2001 sur l'épargne salariale. Présentation générale*, Bull. Joly Sociétés, 2001, page 345, §99. Voir également D. CORON, F. LUCET, *OPCVM et assurance-vie*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1999, n°73, page 79 ; A. BUGADA, *L'avantage acquis en droit du travail*, Aix-Marseille, 1999 ; B. TEYSSIE, J.-F. CESARO, A. MARTINON, *Droit du travail, Relations individuelles*, troisième édition, LexisNexis, 2014, page 31 ; C. MALECKI, *Responsabilité sociale des entreprises, Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*, LGDJ Lextenso, 2014

¹⁰⁰ P. de LIMA, *L'intégration du système boursier en Europe et ses enjeux face au système américain*, Problèmes économiques, n°2.888, 7 décembre 2005, pages 2-7

¹⁰¹ C. MULLER, A. RUTTIENS, *A practical guide to UCITS funds and their risk management*, Edipro, Bruxelles, 2013, page 11 : « The six top investment fund domiciles in Europe in terms of assets have historically been Luxembourg, France, Germany, Ireland, United Kingdom and Switzerland ; amongst the EU markets, Luxembourg, Ireland and the United Kingdom have always been benefiting from a higher equity exposure of funds assets compared to France and Germany, and this has contributed to the rapid post-crisis growth of those markets in the past few years ».

¹⁰² Article « UCITS 4: une économie de 600 millions d'euros pour l'industrie de la gestion française » Sia conseil, Secteur Finance & Stratégie, 2 décembre 2008

sous-problématiques gravitant autour d'un axe central. Outre la question de la création d'un régime à part entière à partir du droit commun, l'adaptation ou l'inadaptation de ce régime est également à étudier. Mais il ne faut pas pour autant évincer de ce sujet l'inadaptation au contexte européen et international¹⁰³, ainsi que la problématique d'une nouvelle mise en concurrence des différents droits applicables¹⁰⁴. Cette mise en concurrence a pour objectif d'exacerber l'attractivité d'un système juridique, pour attirer à nouveau l'investisseur. Une telle stratégie peut contraindre le marché à opérer une forme de garantie des investissements, pour que l'investisseur ne prenne plus qu'un risque réduit¹⁰⁵.

B. L'approche retenue

21. **Une étude nouvelle.** L'analyse du dépôt de titres financiers dans son contexte pratique a été souvent tentée, et parfois brillamment réussie. Cette étude n'a pas pour fonction d'ajouter une énième version à cette présentation. De même, la comparaison de certains aspects du dépôt de titres financiers avec des mécanismes bien connus du droit commun est un exercice apprécié par la doctrine. Mais elle ne porte bien souvent que sur un point particulier du problème. L'ambition de cette recherche est bel et bien de regrouper en un seul texte l'ensemble de ces comparaisons ainsi que de nouvelles, afin de mettre le dépôt de titres financiers dans une perspective plus large, et de le confronter simultanément à tous les aspects de cette problématique.

¹⁰³ Là où l'absence de cohérence au sein du marché est la plus flagrante, voir par exemple H. KENFACK, *Droit du commerce international*, Dalloz, 2012, pages 10 et suivantes

¹⁰⁴ J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

¹⁰⁵ Sur cette notion de risque pris, et de comportement de l'investisseur par rapport au risque, voir l'ouvrage de B. DUMAS et B. ALLAZ, *Les titres financiers : équilibre du marché et méthodes d'évaluation*, PUF, 1er janvier 1995

22. **La méthode.** Ce sujet se caractérise par la grande complexité des différentes composantes, la multitude des domaines du droit impliqués, et la fréquence des croisements entre ces différents domaines. Devant une telle effervescence d'axes d'études, le rattachement aux bases du droit commun est d'autant plus indispensable qu'il offre un socle solide et concret¹⁰⁶. Il s'agit de partir de bases de droit civil pour petit à petit se rapprocher de la spécificité du dépôt de titres financiers, et non le contraire.

23. **L'intérêt de la solution.** L'objectif d'organisation et de clarification des débats entourant le dépôt de titres financiers est d'ores et déjà ambitieux. Mais la confrontation de ce thème aux autres exigences de la pratique, notamment aux exigences de la concurrence internationale¹⁰⁷ et de la protection des investisseurs¹⁰⁸, peut permettre d'anticiper l'évolution de la part du droit commun dans ce domaine en mouvement permanent¹⁰⁹. L'héritage civil du dépôt de titres financiers ainsi défini, et avec une vision claire des changements à venir, nous serons en mesure de déterminer s'il est pertinent d'abandonner totalement le régime de droit civil pour considérer que le dépôt de titres financiers est bien le témoin de l'émergence d'un « droit spécial » qui ne lui soit plus lié.

¹⁰⁶ Mais les sources de ce socle sont d'une variété intense. Un parallèle pourrait être fait avec le processus de création du droit du travail. Voir E. JEANSEN, *L'articulation des sources du droit, Essai en droit du travail*, Paris II, 2007, pages 36 et suivantes

¹⁰⁷ P. AUVERGNY-BENNETOT, *La gestion d'actifs en France: Aspects économiques*, Revue Banque Edition, 2003, pages 17 et 21

¹⁰⁸ J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

¹⁰⁹ Alors que paradoxalement, le dépôt de droit commun n'a pas connu d'évolution majeure depuis la rédaction du Code civil. Voir J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §113, page 131 : « Le dépôt ne marque pas de changement notable ; on reconnaît cependant la validité du dépôt irrégulier ».

C. La thèse défendue

24. **L'axe retenu.** L'influence du droit commun sur le dépôt de titres financiers ne fait aucune doute, mais elle semble sérieusement mise à mal par la nature-même de ce dépôt, et son évolution fulgurante¹¹⁰, exacerbée par la récente crise financière¹¹¹. Ce constat inspire la problématique suivante : quelle est, actuellement, la place du droit commun dans le dépôt de titres financiers ?

25. **La substance.** Dès 1983, un auteur notait au sujet des titres financiers que « les règles du Code civil concernant le dépôt sont actuellement dépassées »¹¹². C'est dire que la question de la pertinence du droit commun pour régler la question du dépôt de titres financiers est ancienne. La diversification des formes et des régimes de dépôt s'est opérée en raison de l'apparition de nouvelles formes de biens pouvant en faire l'objet. Mais la nature civiliste du dépôt de titres est de plus en plus limitée. D'une part cette source ne règle que les relations entre le dépositaire et le déposant et ne prend pas en considération l'éventualité d'un troisième acteur, le sous-conservateur. D'autre part, ce dépôt ne fait pas application de toutes les missions possibles du dépositaire, autres que la mission de conservation des titres. Enfin, la vision du dépôt telle que proposée par le Code civil français est une vision purement nationale, qui ne coïncide pas nécessairement avec celles des autres États membres. Cette vision a pu se heurter ou être simplement complétée par une conception européenne plus large et plus précise du dépôt de titres financiers.

¹¹⁰ Ne serait-ce que par l'adjonction du dépôt et de la spécificité du contrat collectif, qui change fondamentalement la nature du mécanisme. Voir par exemple L. DUGUIT, *Les transformations générales du droit privé depuis le code Napoléon*, deuxième édition, La Mémoire du Droit, 1999, page 127 ; A. ROUAST, *Essai sur la notion juridique de contrat collectif dans le droit des obligations*, Lyon, 1909, page 87. Sur la complexité des nouveaux mécanismes, voir par exemple S. NEUVILLE, *Les trackers*, Recueil Dalloz, 2001, page 2730

¹¹¹ Voir notamment A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348.

¹¹² A. RABUT, *Le droit des bourses de valeurs et des agents de change*, Litec, 1983, §206, page 286

Dès lors, il convient de s'interroger sur deux points. Dans un premier temps, le dépôt de titres financiers est-il toujours un dépôt ? Dans un deuxième temps, si c'est le cas, ce dépôt est-il encore un dépôt de droit commun ?

C'est en effet sur cette petite nuance que se joue toute la spécificité du dépôt de titres financiers. Avant toute étude de fonds, et au regard de la présentation rapide qui vient d'en être faite, rien ne semble s'opposer à le qualifier de dépôt à proprement parler. Le mécanisme en jeu semble tellement similaire à la conception intuitive du dépôt, que son appellation est assez naturelle. Il ne s'agit ni d'une image, ni d'une caricature, mais de la description réelle de l'outil ici utilisé. Spontanément, le terme de dépôt apparaît justifié. Mais cela implique-t-il nécessairement qu'il s'agisse d'un dépôt de droit commun ? Sur ce point nous pouvons déjà émettre certains doutes : la complexité de la matière financière est telle qu'elle entraîne une perpétuelle adaptation des concepts les plus généraux aux spécificités de la sphère financière. A travers cette thèse, il nous faut donc démontrer que si le dépôt de titres financiers peut encore être qualifié de dépôt, toute assimilation à des concepts de droit commun serait désormais obsolète et fortuite.

26. **L'approche.** Afin de répondre à ces interrogations, plusieurs approches pourraient être retenues. Chacune consisterait à envisager le problème sous un angle différent, et à croiser les résultats pour en déduire une conclusion générale. Il nous semble cependant qu'une telle méthode ne ferait pas la lumière sur l'ensemble du problème, puisqu'elle se limiterait à quelques points spécifiques plus ou moins révélateurs. C'est donc une approche toute autre que nous nous proposons de mettre en œuvre ici.

Analyser ces questions de manière globale peut nous permettre par la suite d'isoler les problèmes spécifiques au dépôt de titres financiers. Le point de départ se doit dès lors d'être le plus général et le plus incontestable possible. Or en matière de dépôt de droit commun, la composante la plus solide est précisément ce qui est à sa base : la définition-même du dépôt. Indépendamment de toute variante spatiale, temporelle ou

culturelle, le dépôt ne possède qu'une seule définition : il s'agit pour une personne de confier un objet à une autre personne, pour qu'elle le lui rende à sa première demande. Tenter de déterminer la place du droit commun dans le dépôt de titres financiers, c'est nécessairement se confronter à une comparaison expérimentale, tout au long de cette thèse, à travers les trois éléments de cette définition : une chose déposée (Ière Partie), des parties au contrat (Partie II), et une obligation de restitution (Partie III).

Ière PARTIE. LA CHOSE

27. **Introduction.** Étudier le dépôt dans son ensemble implique, avant toutes choses, de partir de la définition la plus générale qu'il puisse en être donnée. Le dépôt est avant tout le fait de confier une chose à une personne, à charge pour elle de la restituer à première demande. Le premier élément qui apparaît alors est le fait que le dépôt porte nécessairement sur une chose. Dans cette définition, la chose est par ailleurs le seule et unique objet du dépôt, puisqu'il n'est pas fait mention d'un usage particulier, ou de l'adjonction de services quelconques. Point central du contrat de dépôt, c'est donc par l'analyse de la chose qu'il convient de commencer.

Mais que désigne le terme de « choses » ? Mot courant de la langue française, il recoupe une multitude de réalité. Si l'appellation latine *causa* vise généralement les affaires, le terme français peut s'appliquer autant à tout objet concret par opposition aux être animés, qu'à une entité abstraite, une action, un événement, ou un énoncé¹¹³. Le droit opte cependant pour une définition plus restrictive, puisqu'il considère que les choses sont les objets sur lesquels peuvent exister des droits subjectifs¹¹⁴. La chose est donc l'objet du droit, peu importe que cet objet soit un droit réel ou non. Elle est dite corporelle lorsqu'elle appartient au monde sensible¹¹⁵. Il s'agit d'un objet matériel considéré sous le rapport du Droit ou comme objet de droits, une espèce de bien parfois nommé plus

¹¹³ Dictionnaire Larousse en ligne : www.larousse.fr

¹¹⁴ R. GUILLIEN, J. VINCENT, sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005, page 111

¹¹⁵ R. GUILLIEN, J. VINCENT, sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005, page 111

spécifiquement chose corporelle¹¹⁶. Historiquement, la notion de chose est beaucoup plus large et aléatoire que la notion de bien. Elle correspond au terme *res* en latin et désigne la plus grande variété d'éléments¹¹⁷. Dans l'acception philosophique, le bien pourrait être réduit à une chose ayant de la valeur¹¹⁸, alors qu'en droit, le bien se définit comme tout droit subjectif patrimonial, ou comme toute chose objet d'un droit réel¹¹⁹. Il s'agit donc d'une part de toute chose caractérisée par sa rareté, dont l'utilité justifie l'appropriation (qu'elle soit corporelle ou incorporelle), et d'autre part de tout droit subjectif (réel ou personnel)¹²⁰. En résumé, un bien désigne « toutes choses qui pouvant procurer à l'homme une certaine utilité sont susceptibles d'appropriation »¹²¹, notamment un bien corporel par opposition à un droit¹²², dans la mesure où il n'appartient pas exclusivement au monde juridique^{123 124}. En matière de dépôt, l'objet du dépôt pouvant être d'une grande variété de nature, on parle plus volontiers de chose que de biens¹²⁵.

L'étude de la chose déposée est un point de départ indispensable. A elle seule, elle répond à deux interrogations fondamentales : que déposer, mais aussi pourquoi déposer ? Raison d'être du dépôt, elle impose sa substance et lui donne une coloration particulière. Car la base est d'une grande simplicité et les règles peu nombreuses : la chose doit juste

¹¹⁶ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, dixième édition, PUF, 2014, page 149

¹¹⁷ Voir D. ALLAND, S. RIALS, sous la direction de, *Dictionnaire de la culture juridique*, Lamy-PUF, 2003, page 131 : « Recherche obstinée et dérisoire d'une explication de la vie par une tentative de répartition de ses éléments économiques entre plusieurs parties prenantes, les multiples classifications romaines témoignent de l'effort des juristes philosophes romains de s'élever à la compréhension de l'univers autour du mot « res » le mot le plus utilisé de la langue latine, au sens imprécis qu'il a toujours conservé, « chose » ».

¹¹⁸ N. REBOUL-MAUPIN, *Droit des biens*, cinquième édition, Dalloz, 2014, page 9

¹¹⁹ R. GUILLIEN, J. VINCENT, sous la direction de, *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005, page 77

¹²⁰ S. GUINCHARD, sous la direction de, *Lexique des termes juridiques*, vingt-deuxième édition, Dalloz, 2014-2015, page 124

¹²¹ C. ATIAS, *Droit civil, Les biens*, onzième édition, Litec, 2011, page 1

¹²² G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, dixième édition, PUF, 2014, page 109

¹²³ S. GUINCHARD, sous la direction de, *Lexique des termes juridiques*, vingt-deuxième édition, Dalloz, 2014-2015, page 174

¹²⁴ N. REBOUL-MAUPIN, *Droit des biens*, cinquième édition, Dalloz, 2014, page 9 : « Le bien ne peut pas être une personne, mais la doctrine contemporaine étend la notion de biens non seulement aux choses mais aussi aux droits ».

¹²⁵ F. COLLARD DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, huitième édition, Précis Dalloz, 2011, §801, page 736

être un bien meuble et corporel¹²⁶, pour être soumise au régime juridique du dépôt de droit commun. En partant de ce postulat, qu'en est-il du dépôt de titres financiers ? Quelles sont les spécificités de cette chose, par rapport à un objet générique du droit commun ? Comment la nature de cette chose influence, modèle ou altère la nature du dépôt ?

Envisager la chose dans son ensemble impose une démarche en deux temps. Il s'agit en premier lieu d'avoir une connaissance réelle et complète de la chose dans l'environnement qui lui est propre (Titre I), puis dans un second temps d'analyser les conséquences de cette nature particulière sur la consistance du dépôt (Titre II).

¹²⁶ H. MAZEAUD, L. MAZEAUD, J. MAZEAUD, F. GIANVITTI, *Leçon de droit civil, tome 2, volume 2, Les biens*, Montchrestien, 1984, page 14

TITRE I. L'OBJET DU DÉPÔT

28. **Plan.** Dans toute création juridique, l'homme s'efforce de représenter matériellement les droits, afin de faciliter, en elles-mêmes et dans leur preuve, les opérations qu'il effectue sur eux. « Il a eu recours à deux formes, à deux « appareils extérieurs » susceptibles de les incarner : le titre et le compte »¹²⁷. C'est bien de titres dont il s'agit ici. Mais comment s'opère cette matérialisation ? En existe-t-il plusieurs formes ? A-t-elle connu une évolution ? C'est l'étude du titre qui est le point de départ de toutes les réflexions.

L'objet du dépôt est constitué par des instruments particuliers dénommés « titres financiers » (Chapitre I). Si ces titres étaient historiquement matériels, leur dématérialisation a été opérée en 1981 (Chapitre II), et a bouleversé leur nature profonde, notamment en imposant de manière définitive le concept de dépôt irrégulier (Chapitre III).

¹²⁷ A. TUNC, *La représentation des actions par la comptabilité de la caisse centrale des dépôts et de virements des titres*, JCP édition générale, 1947, I, page 659, n° 2 ; R. BONHOMME, *Instruments de crédit et de paiement, Exercices pratiques*, huitième édition, LGDJ, 2013, page 14

Chapitre I. L'objet déposé

29. **Une origine ancienne.** Si l'expression « titres financiers » est relativement récente¹²⁸, la notion d'actions et de parts est une des notions les plus anciennes du droit. Les premières ébauches apparaissent en 1365, à travers la division d'un moulin en « partes », dans les alentours de Toulouse. Au fil des siècles, elles ont connu une évolution fulgurante et une complexification sans précédent¹²⁹. Historiquement simple en théorie, la pratique devient rapidement d'une grande technicité pour un public non averti¹³⁰. Actions, obligations, parts, titres, valeurs, la multiplication des termes et des modes de détention semble sans limite. Dans un tel contexte, comment reconnaître la nature profonde de l'objet qu'il nous est ici proposé d'étudier : les titres financiers ?

30. **Plan.** Dans la jungle du jargon financier, identifier précisément les titres financiers nécessite non seulement un effort de définition, mais également d'évincer toutes sortes d'instruments, parfois très similaires, mais qui ne rentrent pourtant pas dans cette catégorie. Il s'agit donc de délimiter strictement les titres financiers (Section 1), en les rapprochant notamment d'un concept proche mais pas totalement identique : les valeurs mobilières (Section 2). Une telle délimitation justifie l'exclusion totale des contrats financiers de cette étude (Section 3).

¹²⁸ Voir *infra*

¹²⁹ L. DUGUIT, *Les transformations générales du droit privé depuis le code Napoléon*, deuxième édition, La Mémoire du Droit, 1999, page 127

¹³⁰ Voir en ce sens R. ROBLOT, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, deuxième édition par M. GERMAIN, ANSA, 1995, page 2

Section 1. La présentation des titres financiers

31. **Introduction.** Comme il a pu être suggéré dans l'introduction, le terme de « titre » possède dans la langue française un grand nombre de définitions. En droit français, le titre a historiquement une double identité. Cornu le définit d'une part comme « la cause ou le fondement juridique d'un droit qui, associé à divers qualificatifs, indique tant la source de droit [...] que le mode et les caractères essentiels de l'acquisition »¹³¹, et d'autre part comme « l'écrit en vue de constater un acte juridique ou un acte matériel pouvant produire des effets juridiques »¹³². Il désigne à la fois l'instrument de preuve (*instrumentum*)¹³³, et le droit de créance (*negotium*)¹³⁴. Il fait partie de ces objets juridiques peu communs qui constituent le mécanisme en lui-même et la preuve du mécanisme, tout en étant désolidarisé de l'acte juridique créateur¹³⁵. Mais c'est

¹³¹ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, pages 807-808

¹³² G. CORNU, *op. cit.*, page 808

¹³³ Même si sur ce point, F.-X. LUCAS considère qu'en matière de valeurs mobilières il faut admettre la disparition de l'*instrumentum*. Voir F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières, Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Nantes, 1997, page 206 : « En affirmant que la disparition du support papier a fait disparaître le titre, ces auteurs ont pour partie raison au sens où il n'y a plus de titre-*instrumentum* et que c'est martyriser les concepts que de voir un support matériel dans l'inscription en compte dans les registres de la société ou de l'intermédiaire habilité, inscription qui le plus souvent, prend la forme d'une inscription informatique. Cette erreur semble être commise par la plupart des protagonistes à cette querelle terminologique. Ceux qui persistent à parler de titre nonobstant les réformes et qui se justifient en plaidant que la dématérialisation n'aurait opéré qu'un changement de support, de même que ceux qui s'offusquent de cette liberté prise avec les concepts, font la même confusion. Celle de s'intéresser moins au droit qu'à son véhicule. Les uns et les autres dissertent sur le *corpus mechanicum* alors que « c'est le contenu du droit et non son enveloppe matérielle qui permet d'en déterminer la nature ». Ils s'arrêtent à l'*instrumentum* sans s'intéresser à ce qu'il constate, ou plus exactement ce qu'il constatait si l'on considère qu'il a disparu ». Sur ce seul point de l'*instrumentum*, notons qu'historiquement c'est bien le mode de preuve privilégié en la matière. Voir par exemple L. GIRAUD, *Traité théorique et pratique avec formulaire sur les rentes françaises, les différentes opérations dont elles sont susceptibles, transferts, mutations, etc. et sur les certificats de propriété*, Paris, 1913 ; H. MONTARVAL, *Manuel des opérations commerciales et financières de banque et de bourse*, deuxième édition, Librairie des sciences politiques et sociales, 1925, page 27

¹³⁴ H. CAUSSE, *Principe, nature et logique de la « dématérialisation »*, La Semaine Juridique Entreprises et Affaires, n°48, 26 novembre 1992, pages 194 et suivantes ; V. ALLEGAERT, *De la propriété des valeurs mobilières*, Joly Sociétés, 01 mars 2005, n°3, page 340, §68 ; H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993, page 33, §60 ; F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997, page 107 ; M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, pages 5-9

¹³⁵ P. EMY, *Le titre financier*, Bordeaux, 2005, pages 51 et suivantes

avant tout un outil de propriété¹³⁶, qui matérialise cette dernière¹³⁷.

Prenons la situation d'un acteur qui possède un actif simple quelconque, qu'il s'agisse d'une somme d'argent, d'une quantité de matière première, d'une créance, ou d'un bien par exemple. Il peut choisir de transformer cet actif en titre financier, plus malléable, plus facilement négociable¹³⁸ et transférable¹³⁹. L'avantage du titre est qu'il est beaucoup plus simple à transporter, à céder, ou à échanger. On parle alors de titrisation¹⁴⁰. De la manière la plus imagée qui soit, « le titre est une machine juridique, une petite machine simple et légère, mettons une machine-outil. Elle prend des parts sociales et des créances et en fait des titres légers, faciles à manier, faciles à céder »¹⁴¹. C'est ce que retient la convention d'UNIDROIT, de façon plus pragmatique, lorsqu'elle définit le terme de « titres » comme toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers¹⁴² (autres que des espèces) qui peuvent être portés au crédit d'un compte de titres¹⁴³, qui peuvent être acquis et dont on peut disposer¹⁴⁴.

32. **La possession des titres.** Mais depuis la dématérialisation des titres financiers¹⁴⁵, l'écrit matériel n'existe plus en matière de titres financiers¹⁴⁶. Le

¹³⁶ B. JACQUILLAT, B. SOLNIK, PERIGNON C., *Marchés financiers, Gestion de portefeuille, et des risques*, sixième édition, Dunod, Paris, 2014, pages 14 et suivantes ; J. HAMON, B. JACQUILLAT, *La Bourse*, Paris, PUF, Que sais-je ?, 2013, Chapitre II. Les titres financiers

¹³⁷ J. LARGUIER, *La notion de titre en droit privé*, Dalloz, Paris, 1951, pages 21 et suivantes

¹³⁸ M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, page 21 ; H. de VAUPLANE, *Définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure*, *Revue Banque*, février 2009, page 84

¹³⁹ Voir en ce sens tout le travail de F.NIZARD, *La notion de titre négociable*, Paris II, 2000

¹⁴⁰ Sur ce processus de titrisation, voir P. SAYER, M. BENTZMANN, *Les 100 mots du capitalisme-investissement*, Paris, PUF, Que sais-je ?, 2013, 41-Titrisation ; T. GRANIER, C. JAFFEUX, *La titrisation, Aspects juridique et financier*, deuxième édition, Economica, 2004 ; L. PAPAIS, *Titrisation et fiducie*, Toulouse, 2012, page 10

¹⁴¹ G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, deuxième édition, Paris, Librairie Générale de Droit de Jurisprudence, 1951

¹⁴² H. CAUSSE, *Titres et instruments financiers, quelle concurrence ?*, *Petites Affiches*, 28 mars 2002, page 9

¹⁴³ C'est ainsi la définition la plus large, mais également la plus ancienne, qui est ici retenue. Voir par exemple la définition identique donnée par A. ROUX, *La Compensation et le Virement des titres*, Paris, 1930, page 53

¹⁴⁴ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, (9 octobre 2009), Genève, page 3

¹⁴⁵ Voir *infra*

¹⁴⁶ Voir par exemple H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993 ; P. DIDIER, *Les biens*

support papier ayant disparu, le mode de possession du titre a également évolué¹⁴⁷. Les titres financiers émis sur le territoire français ou soumis à la législation française sont inscrits dans un compte titres tenu par l'émetteur du titre ou un intermédiaire habilité¹⁴⁸. Ils se transmettent par virement¹⁴⁹ de compte à compte¹⁵⁰, depuis une jurisprudence ancienne¹⁵¹. Le fait de posséder un compte sur lequel figure des titres financiers est assimilé à une « conservation », et toute manipulation des titres sur un compte, ou d'un compte à un autre, se dénomme ainsi « tenue de compte ». Dès lors, sans qu'il soit encore évident d'en déterminer la substance et les contours, la « tenue de compte conservation »¹⁵² est la charge de tous ceux qui détiennent des titres financiers¹⁵³.

33. **Les actifs conservés.** Mais de quels titres s'agit-il exactement ? L'AMF retient simplement qu'il s'agit des titres financiers¹⁵⁴ dans leur acception la plus large¹⁵⁵. Pour préciser le contenu de cet article, l'article L. 211-1 II. du Code monétaire et financier¹⁵⁶ délimite le champ de cette conservation aux « titres financiers », qu'il classe

négociables, in *Aspects actuels du droit des affaires, mélanges en l'honneur de Y. GUYON*, Dalloz, 2003, page 339

¹⁴⁷ Sur la perception antérieure de la possession, voir par exemple R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893 ; A. ABDEL-BAKI, *Du rôle de la possession en matière mobilière*, Paris, 1943, page 27

¹⁴⁸ Article L. 211-3 du Code monétaire et financier. Voir également S. MOUY, H. de VAUPLANE, *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, 1995, n°565, page 56

¹⁴⁹ E. PUTMAN, *Droit des affaires, Tome 4 Moyens de paiement et de crédit*, PUF, 1995, page 272 : « Le virement se réalise par un jeu d'écritures (débit du compte du donneur d'ordre, crédit du compte du bénéficiaire) soit de compte à compte au sein d'une même banque, soit entre deux banques ».

¹⁵⁰ Article L. 211-15 du Code monétaire et financier. Sur le détail du virement, voir C. KARYOTIS, *Circulation internationale des valeurs mobilières*, La Revue Banque éditeur, 1994, page 78 ; P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999, pages 127 et suivantes. Voir également sur ce point D.-R. MARTIN, *Aspects juridiques du virement*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1989, n°15, page 149

¹⁵¹ Cass. Com. 19 mai 1998 ; Bull. Civ. IV, n°161, page 130 ; Dalloz 1998, page 551, note de D.-R. MARTIN ; Semaine Juridique 1998.1663, note de H. HOVASSE

¹⁵² Voir *infra*

¹⁵³ Ce point est capital. Il sera plus amplement développé ultérieurement.

¹⁵⁴ Ils peuvent aussi être dénommés « titres multi-intermédiés ». Voir H. de VAUPLANE, *Définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure*, Revue Banque, février 2009, page 84

¹⁵⁵ Article 323-2 du Règlement général de l'AMF : « 1° La tenue de compte conservation des « titres financiers mentionnés au II » de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, à l'exclusion des instruments financiers nominatifs purs ».

¹⁵⁶ Les titres financiers sont inclus dans le Code monétaire et Financier, alors que les valeurs mobilières

en trois catégories : les titres de capital¹⁵⁷ émis par les sociétés par actions, les titres de créance¹⁵⁸, à l'exclusion des effets de commerce¹⁵⁹ et des bons de caisse¹⁶⁰, et enfin les parts ou actions d'organismes de placement collectif¹⁶¹. En définitive, de manière générale, le champ d'application englobe les actions et les obligations¹⁶². Le dépositaire peut conserver plusieurs sortes d'actifs : les titres nominatifs et les titres au porteur, qu'il s'agit maintenant de définir¹⁶³.

34. **Les titres au porteur.** En ce qui concerne les titres au porteur, l'appellation est directement héritée de l'époque où les titres financiers étaient matérialisés¹⁶⁴. En effet, à la différence des titres nominatifs, les titres au porteur ne

apparaissent dans le Code de commerce. M. Thierry Bonneau fait le commentaire suivant : « Cette répartition peut être approuvée en raison du rôle reconnu à chacun des concepts : les valeurs mobilières sont un concept clef en droit des sociétés et en droit des biens alors que les titres financiers en est un en droit financier, en particulier pour les professionnels et les marchés ». Voir T. BONNEAU, *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 75 ; J.-J. DAIGRE, *De la frontière entre le Code monétaire et financier et le Code de commerce à propos des titres financiers*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°1/2, page 200 ; T. REVET, *Le Code civil et le régime des biens : questions pour un bicentenaire*, Droit et Patrimoine, mars 2004, n°124, page 20 ; H. de VAUPLANE, *Définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure*, Revue Banque, février 2009, page 84

¹⁵⁷ Chaque titre représente une partie du capital de la société.

¹⁵⁸ Chaque titre représente une créance ou une fraction de créance sur la société. Pour une justification historique de ce titre de créance, voir E. THALLER, *De la nature juridique du titre de crédit, contribution une étude générale sur le droit des obligations (dette abstraite, acte unilatéral, délégation)*, Paris, 1907

¹⁵⁹ L'effet de commerce est un titre négociable qui constate une créance de somme d'argent au profit du porteur, et sert à son paiement. Il s'agit d'un moyen de paiement à part entière, qui peut s'échanger et partager la garantie de paiement, car il n'est pas attaché à un compte bancaire. Les principaux effets de commerce sont la lettre de change, le billet à ordre, et le chèque.

¹⁶⁰ Les bons de caisse sont des titres représentant une reconnaissance de dette de l'emprunteur institution financière au prêteur qui achète le bon de caisse. C'est donc un titre à durée déterminée, à taux fixé au moment de l'émission et à remboursement garanti l'échéance.

¹⁶¹ H. BOUTHINON-DUMAS, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, collection Droit & Economie, LGDJ, 2007 ; H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993

¹⁶² Cependant, il convient de préciser ce champ d'application en excluant les instruments financiers nominatifs purs. Voir également sur ce point D. OHL, *Droit de sociétés cotées, Accès au marché, produits cotés, OPA, Abus de marché*, troisième édition, Litec, 2008

¹⁶³ Il est d'ores et déjà à noter que la dématérialisation des titres a eu un impact sur leur régime juridique, notamment en supprimant les lourdeurs du formalisme de l'article 1690 du Code civil en matière de cession. Voir en ce sens F. TERRE, P. SIMLER, Y. LEQUETTE, *Droit civil Les obligations*, neuvième édition, Précis Dalloz, 2005, §1298 et suivants, pages 1234 et suivantes

¹⁶⁴ Voir par exemple L. A. D. de FOLLEVILLE, J. LONFIER, *Traité de la possession des meubles et des titres au porteur*, A. Marescq Ainé, deuxième édition, 1875 ; R. ALHEINC, *Des obligations civiles à*

précisaient pas le nom de leur propriétaire¹⁶⁵. En fait de propriété, détenir matériellement le titre suffisait¹⁶⁶. Lors de la dématérialisation des valeurs mobilières, le terme de titre au porteur a été conservé¹⁶⁷, même s'il ne s'agissait plus de détenir matériellement le titre¹⁶⁸. Actuellement, le titre au porteur est également appelé « titre vif », et se caractérise par un document portant un numéro d'ordre¹⁶⁹, qui permet à celui qui en a la possession de se considérer comme propriétaire¹⁷⁰. Désormais, pour transférer la propriété du titre, il suffit de transmettre les références du numéro d'ordre du titre. Ce type de titres entre donc dans le champ d'application de la tenue de compte conservation et ne pose pas de problème en soit.

Il est en outre, historiquement, le titre le plus inspiré du droit commun¹⁷¹. Le régime qui lui est applicable est, ou du moins était en tout point similaire au régime applicable à un meuble corporel de droit commun¹⁷². Le mode de possession et de propriété est directement inspiré de l'adage : en fait de meubles, la possession vaut titre¹⁷³

ordre et au porteur, Paris, 1920 ; J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §13, page 8

¹⁶⁵ B. CAILLAUD, D. BOULLET, *Valeurs mobilières : Emission, placement, droits des porteurs*, Gazette du Palais, 10 octobre 1998, page 288

¹⁶⁶ Cette particularité est commune à tous les titres au porteur, comme le rappelle tout au long de son ouvrage A. WAHL, *Traité théorique et pratique des titres au porteur français et étrangers*, A. Rousseau édition, 1891 ; R. ALHEINC, *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920 ; J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, pages 4 et suivantes.

¹⁶⁷ Voir en ce sens A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, Lille 1995, §53 ; B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque Editeur, 1988, page 57

¹⁶⁸ A. COURET, *Le « Big Bang » français*, Bull. Joly, février 1988, pages 7 et suivantes

¹⁶⁹ Ce numéro d'ordre est appelé « code ISIN ».

¹⁷⁰ F. DANOS, *Propriété, possession et opposabilité*, Paris I, 2006, pages 501 et suivantes

¹⁷¹ J. AUDIER, *Titres au porteur : leur législation dans ses rapports avec le droit commun*, A. Chevalier-Marescq, Paris, 1885. Dans cet ouvrage, l'auteur insiste sur l'influence du droit commun pour élaborer un régime propre aux titres au porteurs. Même si ce régime n'inclut pas nécessairement le mécanisme du dépôt et son étude, une telle similitude n'est pas anodine. Voir également R. ALHEINC, *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920 ; A. GARASSUS, *De la revendication des titres au porteur perdus ou volés*, 1902

¹⁷² F. LAURENT, *Principes de droit civil français*, Bruylant-Christophe & Cie, 1878, §517, page 636

¹⁷³ D. DEROUSSIN, *Histoire du droit privé (XVIe-XXIe siècle)*, Ellipses, 2010, §473, page 301 ; R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

¹⁷⁴. Le titre au porteur est ainsi l'archétype du bien meuble¹⁷⁵ condensé dans son titre, et lui imposant sa nature et son régime de droit commun¹⁷⁶.

35. **Les titres nominatifs.** À la différence des titres au porteur, les titres nominatifs font mention exprès du nom du titulaire¹⁷⁷. La simple tradition au sens civil du terme, c'est-à-dire la remise de la main à la main¹⁷⁸, ne suffit pas à en changer le propriétaire¹⁷⁹. Ils permettent un contact direct et personnalisé entre l'actionnaire et la société émettrice¹⁸⁰. Cette forme nominative est parfois imposée aux actionnaires, pour permettre à la société d'émettre des actions assorties d'un droit de vote double¹⁸¹.

Au sein des titres nominatifs on distingue deux catégories : les titres nominatifs purs et les titres nominatifs administrés¹⁸². Les titres nominatifs purs ont cette particularité d'être directement et uniquement inscrits dans les comptes de la société

¹⁷⁴ M. William Dross l'explique de la manière suivante : « Il faut lire, parce que la volonté de trop ramasser la formulation pousse à l'ellipse, que la possession de meubles confère à celui qui l'exerce un titre de propriété sur ces meubles ». Il ajoute qu'une distinction doit être faite entre l'acquisition de la propriété en tant que telle, et une simple présomption de l'existence d'un titre de propriété justifiant cette possession : « aux acquisitions *a non domino* la portée acquisitive, aux acquisitions *a domino* la dimension seulement probatoire de l'adage ». Voir W. DROSS, *Le singulier destin de l'article 2279 du Code civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2006, page 27

¹⁷⁵ Tel que le définissent H. MAZEAUD, L. MAZEAUD, J. MAZEAUD, F. GIANVITTI, *Leçon de droit civil, tome 2, volume 2, Les biens*, Montchrestien, 1984, page 17

¹⁷⁶ Voir en ce sens J.-L. BERGEL, M. BRUSCHI, S. CIMANONTI, sous la direction de J. GHESTIN, *Les Biens*, deuxième édition, LGDJ Lextenso, 2010, pages 120 et suivantes

¹⁷⁷ J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §14, page 8 ; J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §17, page 11

¹⁷⁸ A.-M. PATAULT, *Introduction historique au droit des biens*, PUF, 1989, §243, page 299 ; T. REVET, *Le Code civil et le régime des biens : questions pour un bicentenaire*, Droit et Patrimoine, mars 2004, n°124, page 20

¹⁷⁹ C.-L. JULIOT, *Essai d'une nouvelle théorie sur les titres nominatifs et leur transfert*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1933, page 33 ; J. BEZARD-FALGAS, *Des modes de transmission de la propriété des titres nominatifs d'actions et d'obligations*, Extrait de la Revue de la Législation Professionnelle, 1911 ; H. MINARD, *Du titre nominatif, nature et fonctionnement*, Paris, 1897

¹⁸⁰ H. DHOUTAUT, *Étude des responsabilités en matière de transfert de titres nominatifs*, Paris 1908, page 54 ; H. MINARD, *Du titre nominatif, nature et fonctionnement*, Paris, 1897, page 78-79

¹⁸¹ V. MAGNIER, *Droit des sociétés*, sixième édition, Dalloz, 2013, §402, page 235

¹⁸² G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 56

émettrice¹⁸³. Cette dernière est donc seule à en assurer l'émission, la conservation et la gestion, sans l'intervention d'aucun intermédiaire financier¹⁸⁴. C'est précisément de là que ces titres tirent leur avantage indéniable, puisqu'ils autorisent à se dispenser d'intermédiaire financier, et ainsi à bénéficier de la gratuité du droit de garde et de certains services courants, tels que le transfert des titres, le paiement de dividendes, ou encore les opérations effectuées sur les titres. Ces titres ne nécessitant pas l'intervention d'un intermédiaire pour en assurer la garde ou la gestion¹⁸⁵, ils n'entrent pas dans le champ d'exercice de la tenue de compte conservation par le dépositaire d'OPCVM.

Les titres nominatifs administrés, en revanche, offrent cette possibilité. En effet, bien qu'également inscrits directement dans les comptes de la société émettrice, les titres nominatifs administrés font l'objet d'une conservation et d'une gestion auprès d'un ou de plusieurs intermédiaires financiers¹⁸⁶. Il s'agit là en définitive d'un système de gestion similaire à celui des titres au porteur, mais avec la particularité de la mention du nom du titulaire dans les comptes de la société émettrice¹⁸⁷. Il est par conséquent tout naturel que ces titres nominatifs administrés entrent dans le champ d'application de la tenue de compte conservation¹⁸⁸ effectuée par le dépositaire d'OPCVM.

¹⁸³ H. DHOUTAUT, *Étude des responsabilités en matière de transfert de titres nominatifs*, Paris 1908, page 66 ; H. MINARD, *Du titre nominatif, nature et fonctionnement*, Paris, 1897, page 47

¹⁸⁴ F. ROSENFELD, R. HANNOSET, R. SABATIER, *Analyse financière et gestion des valeurs mobilières, I. Analyse des actions des sociétés*, deuxième édition, Dunod, Paris, 1992, page 7 ; J. BEZARD-FALGAS, *Des modes de transmission de la propriété des titres nominatifs d'actions et d'obligations*, Extrait de la Revue de la Législation Professionnelle, 1911

¹⁸⁵ D. AIRAULT, M.-A. FRISON-ROCHE, J. REVUZ, *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64 ; C. GAVALDA, J. STOUFFLET, *Droit bancaire*, huitième édition, Litec, Manuels, 2010, page 62

¹⁸⁶ C.-L. JULIOT, *Essai d'une nouvelle théorie sur les titres nominatifs et leur transfert*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1933, page 33 ; P. HAMMJE, L. JANICOT, S. NADAL, *L'efficacité de l'acte normatif, Nouvelle norme, nouvelles normativités*, LEJEP, mai 2013, pages 80-82

¹⁸⁷ P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999, page 129 ; H. DHOUTAUT, *Étude des responsabilités en matière de transfert de titres nominatifs*, Paris 1908, page 54 ; J. BEZARD-FALGAS, *Des modes de transmission de la propriété des titres nominatifs d'actions et d'obligations*, Extrait de la Revue de la Législation Professionnelle, 1911

¹⁸⁸ D. AIRAULT, M.-A. FRISON-ROCHE, J. REVUZ, *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64

36. **Conclusion.** La notion de titres financiers est désormais plus claire. Il s'agit de parts détenues sous forme d'actions ou d'obligations par exemple, qui peuvent être constituées par des titres au porteur, des titres nominatifs purs et des titres nominatifs administrés. Mais seuls les titres au porteur et les titres nominatifs administrés peuvent faire l'objet d'une tenue de compte conservation¹⁸⁹. Mais alors, si l'objet du dépôt est constitué de titres financiers, pourquoi parle-t-on d'organisme collectif de placement en valeurs mobilières ? Les deux notions se recoupent-elles ?

Section 2. Les valeurs mobilières

37. **Une présentation générale.** Bien qu'il s'agisse là aussi d'un mécanisme ancien¹⁹⁰, un auteur rappelait que les valeurs mobilières sont un concept clef du droit des sociétés et du droit des biens¹⁹¹, mais qu'elles ne sont définies ni en droit des sociétés, ni dans le Code civil¹⁹². Pourtant, les titres considérés en matière d'OPCVM peuvent être des valeurs mobilières, en vertu de l'article L. 211-2 du Code monétaire et financier¹⁹³. Initialement appelées « valeurs de bourse »¹⁹⁴ ou « valeurs industrielles »¹⁹⁵, il s'agit d'instruments financiers indivisibles¹⁹⁶ dont l'appellation est beaucoup plus

¹⁸⁹ M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, pages 138 et suivantes

¹⁹⁰ J. HILAIRE, *Introduction historique au droit commercial*, PUF, 1986, page 87

¹⁹¹ P. CATALA, *La transformation du patrimoine en droit civil moderne*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1966, page 185

¹⁹² T. BONNEAU, *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 75

¹⁹³ Cet article a été modifié par l'Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs, article 36

¹⁹⁴ A. COURTOIS, *Traité élémentaire des opérations de bourse et de change*, septième édition, Garnier frères, 1879, page 77

¹⁹⁵ H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993, pages 15-16, §26

¹⁹⁶ F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly Sociétés, 01 août 2000, n° 8-9, page 765

ancienne que celle des titres financiers^{197 198}. Elles sont définies comme des titres négociables¹⁹⁹ interchangeables et fongibles²⁰⁰, pouvant faire l'objet d'une cotation en bourse²⁰¹. De manière très schématique, ce sont « les titres financiers conférant des droits identiques par catégories²⁰² et assurant le financement direct de leur émetteur personne morale »^{203 204}. Ce sont par conséquent les principaux constituants d'un portefeuille de gestion d'actifs dans la situation qui nous intéresse²⁰⁵. Ces dernières doivent être admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs d'un État membre²⁰⁶. Elles peuvent également être des valeurs mobilières nouvellement émises, sous réserve que les conditions

¹⁹⁷ Voir par exemple A. BUCHERE, *Traité théorique et pratique des valeurs mobilières et effets publics, rentes sur l'État, actions de la banque, obligations foncières et communales, actions et obligations des sociétés commerciales... comprenant un commentaire de la loi du 15 juin 1972 sur les titres au porteur perdus ou volés*, A. Marescq aîné édition, Paris, 1881. ; J.-M. MOULIN, *Le Droit de l'Ingénierie financière*, quatrième édition, Gualino, 2013, pages 26 et suivantes ; E. NAUDIN, *Les valeurs mobilières en droit patrimonial de la famille*, Strasbourg, 2004, pages 54 et suivantes ; O. MOREAU-NERET, *Les Valeurs françaises depuis 1940*, Sirey, 1957 ; R. ALHEINC, *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920

¹⁹⁸ C'est également la raison pour laquelle une étude historique des titres financiers implique de se concentrer principalement sur les valeurs mobilières. Voir en ce sens E. GRIMAU, *L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français*, 2003, Paris ; E. STREIT, *The Stock Clearing Corporation*, New York, 1927, page 47

¹⁹⁹ P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999, pages 132-133 ; J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, §914, page 1903 ; P. GOUTAY, *La notion de valeurs mobilières*, Recueil Dalloz, 1999, chroniques, page 226

²⁰⁰ Suivant la définition de fongibilité posée par P. JAUBERT, *De la fongibilité et de la consomptibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1945, page 71 ; J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 49

²⁰¹ P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999 ; C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, RB édition, 2003, pages 23 et suivantes

²⁰² Article L. 228-1 du Code de commerce, modifié par l'Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises, article 17 ; Y. GUYON, *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition, Economica, 2003, §726, page 781

²⁰³ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 2 ; M. GERMAIN, *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, dix-neuvième édition, LGDJ, 2009, pages 552 et suivantes ; J.-F. KEITH, S. RIMBERT, *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25

²⁰⁴ Y. GUYON, *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition, Economica, 2003, §726, page 781 : « A la différence des moyens de paiement négociables, comme le chèque ou la lettre de change, les valeurs mobilières sont des produits d'épargne, dont la vocation est de générer des revenus ». L'apparition des valeurs mobilières a par conséquent engendré une modification notable de la nature du patrimoine individuel des ménages. Sur le plan collectif, elle constitue un procédé de financement des entreprises : Y. GUYON, *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition, Economica, 2003, §726, page 782

d'émission comportent l'engagement de la demande d'admission à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou à un autre marché réglementé²⁰⁷.

38. **Deux types de valeurs mobilières.** Les deux catégories principales de ces valeurs mobilières sont les actions, c'est-à-dire des titres de propriété, et les obligations, c'est-à-dire des titres de créance²⁰⁸. Ces valeurs mobilières peuvent être d'une grande diversité²⁰⁹. Par conséquent, la définition généralement retenue des valeurs mobilières englobe toutes les catégories de titres habituellement négociées sur le marché de capitaux²¹⁰, par exemple les titres d'État²¹¹, les actions, les valeurs négociables permettant d'acquérir les actions par voie de souscription ou d'échange²¹², les certificats

²⁰⁵ Les valeurs mobilières sont alors à différencier des titres de créances. Voir en ce sens C. GOYET, *Les titres de créance : une catégorie nouvelle, à mi-chemin entre valeurs mobilières et instruments financiers*, Petites Affiches, 28 mars 2002, n°63, page 4 ; P. LE CANNU, *L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1993, §113, page 395

²⁰⁶ Elles doivent aussi être négociées sur un autre marché d'un État membre, réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, pour autant que le choix de la bourse ou du marché ait été approuvé par les autorités compétentes ou soit prévu par la loi et/ou par le règlement du fonds ou par les documents constitutifs de la société d'investissement, comme stipulé par l'article L. 228-1 du Code de commerce ; Voir également P. D'HOIR, *La réforme des valeurs mobilières et des augmentations de capital*, Option finance, 6 janvier 2005, numéro spécial, page 3

²⁰⁷ Il s'effectue alors en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public, soit introduit, et pour autant que le choix de la bourse ou du marché ait été approuvé par les autorités compétentes ou soit prévu par la loi et/ou par le règlement du fonds ou par les documents constitutifs de la société d'investissement, et que l'admission soit obtenue au plus tard avant la fin de la période d'un an depuis l'émission, en application de la Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 19 1.

²⁰⁸ P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999 ; J.-M. MOULIN, *Le Droit de l'Ingénierie financière*, quatrième édition, Gualino, 2013, pages 26 et suivantes. Il s'agit donc d'un titre représentant un emprunt : H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993, page 17.

²⁰⁹ Leur versatilité est constante. Voir notamment M. GERMAIN, *Les nouvelles valeurs mobilières (Loi n°85-1321 du 14 décembre 1985)*, Droit des sociétés, 1986, n°18, page 2 ; A. TRAORE, *Les incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, Clermont-Ferrand, 2009, pages 90 et suivantes ; T. BONNEAU, *La diversification des valeurs mobilières et ses implications en droit des sociétés*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1988, pages 537 et suivantes ; B. BOULOC, *Les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissement et les titres participatifs*, Revue des sociétés, 1983, page 501

²¹⁰ R. ALOMAR, *Financement du développement de l'entreprise*, PUF, 1981, page 27

²¹¹ Sans entrer dans une présentation exhaustive des titres d'État, il s'agit des Bons du Trésor à taux fixe (BTF), des Bons du Trésor à intérêts Annuels (BTAN), et des Obligations Assimilables du Trésor (OAT).

²¹² Y. GUYON, *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition,

d'actions²¹³, les obligations émises en série²¹⁴, les warrants sur indice²¹⁵ et les titres permettant d'acquérir de telles obligations par voie de souscription²¹⁶.

Les valeurs mobilières ont un périmètre sensiblement plus restrictif que celui des titres financiers, de sorte que ces derniers incluent instinctivement les valeurs mobilières sans s'y confondre tout à fait. En est-il de même pour les contrats financiers ?

Section 3. Les contrats financiers

39. **Une catégorie à exclure.** L'ordonnance du 8 janvier 2009 a créé une *summa divisio* parmi les instruments financiers²¹⁷. Une distinction doit désormais être faite entre titres financiers²¹⁸ et contrats financiers²¹⁹, définis comme toute convention relative à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêts, des rendements, des

Economica, 2003, §738, page 793

²¹³ « Ces certificats sont émis par des sociétés fiduciaires, filiales spécialisées de banques, qui ont pour objet exclusif leur émission. [...] Ils portent, selon le cas, la dénomination de certificats d'actions ou de certificats d'obligations ». J. ANTOINE, M.-C. CAPIAU-HUART, *Titres et Bourse, Tome 1 Valeurs mobilières*, deuxième édition, DeBoeck Université, 1997, page 319

²¹⁴ Voir la définition de Serial Bonds par J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, *Dictionnaire des marchés financiers*, DeBoeck Université, Bruxelles, 2006, page 492 : « Terme anglo-saxon désignant un groupe d'obligations émises par un seul émetteur à une même date mais composé de tranches d'échéances différentes et habituellement assorties de taux nominaux distincts. Obligations émises en série ».

²¹⁵ Un warrant est défini comme un « instrument financier conférant à son acquéreur le droit d'acheter (warrant call) ou vendre (warrant put) l'actif sous-jacent » : J. ANTOINE et M.-C. CAPIAU-HUART, *Dictionnaire des marchés financiers*, DeBoeck Université, Bruxelles, 2006, page 586. Dans le cas d'un warrant sur indice, cet instrument financier suit le cours d'un indice particulier.

²¹⁶ Considérants de la Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Voir également P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999

²¹⁷ J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

²¹⁸ Malheureusement cette distinction n'est pas toujours effectuée, et même les textes officiels utilisent le terme de titre pour désigner parfois les instruments financiers. Voir T. GRANIER, *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars 2009, n°2, étude 10, page 7

²¹⁹ Article D. 211-1 A du Code monétaire et financier

indices financiers ou des mesures financières, des marchandises qui peuvent être réglées par une livraison physique ou en espèces, ou encore de transfert de risque de crédit²²⁰. Il peut s'agir de contrats d'option²²¹, de contrats à terme ferme²²², de contrats d'échange, d'accords de taux futurs, de contrats financiers avec paiement d'un différentiel ou de tout autre contrat²²³. Bien que les contrats financiers entrent également dans la catégorie des instruments financiers²²⁴, ils ne sont pas assimilables aux titres financiers et sont à exclure de cette étude²²⁵. Notons simplement que cette distinction était souhaitée par la doctrine, et a fait l'objet d'une consécration dans les règles de marché d'Euronext²²⁶.

40. **Conclusion du Chapitre I.** Au terme de cette première ébauche, les contours de l'objet du dépôt se précisent. Les titres financiers incluent les valeurs mobilières, mais pas les contrats financiers²²⁷. Du point de vue purement lexical, on peut

²²⁰ J.-M. MOUSSERON, *Technique contractuelle*, Francis Lefebvre, 1999, §1040, page 397

²²¹ Le contrat d'option confère à l'acheteur le droit, mais non l'obligation, de vendre ou d'acheter un instrument désigné à un certain prix, à une date ultérieure déterminée. Pour une vision plus détaillée des contrats d'option, voir E. CHARDOILLET, M. SALVAT, H. TOURYOL DU CLOS, *L'essentiel des marchés financiers, Front Office, Post-marché et Gestion des risques*, Groupe Eyrolles, 2010, pages 99 et suivantes.

²²² « Le contrat à terme ferme (ou future) est un contrat où l'une des deux parties s'engage à vendre et l'autre à acheter une quantité économique d'un certain produits (ou d'une grandeur économique), l'actif sous-jacent, à un prix donné et à une date d'échéance convenue. Suivant l'actif sous-jacent la notion d'achat ou de vente est remplacée par la notion d'emprunt ou de prêt ». Voir www.lexinter.net/JF/contrats_a_terme_ferme.htm

²²³ Article D. 211-1 A du Code monétaire et financier

²²⁴ En vertu de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier

²²⁵ F. CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND, *Le contrat comme instruments financiers*, in *L'avenir du droit, Mélanges en l'honneur de François Terré*, Dalloz, PUF, Editions du Juris-classeur, 1999, page 661

²²⁶ J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, *Revue des Sociétés*, 2009, page 37

²²⁷ T. BONNEAU, *Commentaire de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires*, n°5, 29 janvier 2009, page 1105 : « Les valeurs mobilières sont ainsi une catégorie particulière de titres financiers, cette notion incluant les titres de créance négociables ainsi que les parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières. Et les titres financiers font eux-mêmes partie d'une catégorie plus large, celle des instruments financiers désormais dominée par la distinction des titres financiers et des contrats financiers, également dénommés instruments financiers à terme ». Voir également A. COURET, *La loi n°86-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, de sociétés et des opérations de bourse*, *Bull. Joly* 1986, page 9

constater que si le terme de valeurs mobilières n'existe plus dans le Code monétaire et financier, il reste présent dans le Code de commerce^{228 229} et dans le langage courant²³⁰, ce qui rend la distinction entre les deux notions plutôt aléatoire²³¹. Le manque d'harmonisation des codes a d'ailleurs fait l'objet de vives critiques²³². Certains considèrent que la notion de valeurs mobilières désigne les mêmes produits que la notion de titres financiers²³³. D'autres affirment que la distinction a toujours lieu d'être, même si un rapprochement entre les deux notions est évident²³⁴. Il apparaît en réalité que le terme de titres financiers est un terme assez générique, qui s'applique aux titres au-delà des différences de traitement²³⁵.

²²⁸ J.-J. DAIGRE, *De la frontière entre le Code monétaire et financier et le Code de commerce à propos des titres financiers*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°1/2, page 200

²²⁹ Des auteurs ont trouvé regrettable que l'ordonnance du 8 janvier 2009 ne vienne pas clarifier ce point, car désormais le Code de commerce et le Code monétaire et financier retiennent deux notions différentes. Voir J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

²³⁰ T. BONNEAU, *Commentaire de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°5, 29 janvier 2009, page 1105 : « Les notions de valeurs mobilières, de titres financiers et d'instruments financiers s'imbriquent ainsi comme des poupées russes, étant observé que l'on a rajouté une strate sans en supprimer. On doit également observer que la situation de la définition des valeurs mobilières dans le Code de commerce est amplement justifiée car il s'agit d'une notion de droit des biens et de droit des sociétés alors que les titres financiers est un concept clef en droit financier, pour les professionnels et les marchés ». Voir également C. de WATRIGANT, *Instrument financier et valeur mobilière*, Petites Affiches, n°84, 28 avril 2010, page 6

²³¹ Y. PACLOT, *L'introuvable notion d'instrument financier*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 4, juillet 2008, repère 10

²³² J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

²³³ E. CHARDOILLET, M. SALVAT, H. TOURYOL DU CLOS, *L'essentiel des marchés financiers, Front Office, Post-marché et Gestion des risques*, Groupe Eyrolles, 2010, page 96 ; P. LE CANNU, *L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1993, §113, page 395

²³⁴ H. LE NABAQUE, A. PIETRANCOSTA, *Propositions de modification des dispositions du code de commerce relatives aux titres financiers complexes*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4-2013/n°1-2014, page 99 : « En revanche, le groupe a considéré que la suppression de la notion de valeur mobilière de nos codes relevait d'un exercice qui excédait quelque peu notre objectif de départ et n'était pas en ligne avec l'approche pragmatique retenue. [...] D'abord, la notion est encore présente dans de nombreux textes (Code de commerce, COMOFI (L. 211-2), et de nombreuses autres dispositions). Ensuite, la notion a sa raison d'être : elle constitue une sous-catégorie de titres financiers, identifiables par leurs caractéristiques (en particulier leur fongibilité), qui justifient l'existence d'un régime juridique particulier (protection collective). L'idée de maintenir la notion de valeurs mobilières, pour mieux distinguer celles-ci d'autres types de titres (de créance, essentiellement) aux caractéristiques fort différentes et leur associer un régime juridique d'émission et de protection idoine, a d'ailleurs recueilli l'assentiment de l'ensemble des membres du groupe de travail ».

²³⁵ Une telle vision est à déduire de certains commentaires doctrinaux, par exemple : « 7. L'inclusion de la première question dans le périmètre d'étude a conduit à réviser l'appellation même du groupe,

Pour les nécessités de cette étude, le terme de « titres financiers » prédominera, puisqu'il est l'appellation exacte de l'objet du dépôt. Cependant, l'expression « valeurs mobilières » pourra également être utilisée, par choix personnel ou pour correspondre parfaitement à une citation ou un concept particulier. Sauf mention contraire, elle désignera la même réalité que les titres financiers.

Une fois précisée le périmètre des titres financiers, il s'agit d'en déterminer la substance. Or la nature profonde de ces titres est pour beaucoup dans leur spécificité. Historiquement matériels, ils ont connu un bouleversement structurel ayant imposé leur nouvelle nature : la dématérialisation.

l'expression « Titres financiers complexes » ayant été substituée à celle de « Valeurs mobilières complexes ». Ce changement de dénomination apparaissait logique dès lors que le champ couvert excédait potentiellement le seul cas des valeurs mobilières, pour s'intéresser à d'autres catégories de titres négociables pouvant être émis par les sociétés par actions ». H. LE NABAQUE, A. PIETRANCOSTA, *Propositions de modification des dispositions du code de commerce relatives aux titres financiers complexes*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4-2013/ n°1-2014, page 99. Voir également F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly Sociétés, 01 août 2000, n° 8-9, page 765 : « C'est ainsi par exemple, qu'en matière de nantissement, les textes ne se réfèrent plus aux valeurs mobilières mais organisent un gage de compte d'instruments financiers qui peut avoir pour assiette des valeurs mobilières mais également d'autres instruments financiers qui ne sont pas des valeurs mobilières tels des instruments financiers à terme ou encore des titres de créance négociables. Il en va de même pour les règles qui s'appliquent en cas de procédure collective ouverte à l'encontre d'un établissement teneur de comptes, en vue de préserver les droits des titulaires de titres. Ces règles s'appliquaient à l'origine aux seuls valeurs mobilières ; elles concernent dorénavant tous les instruments financiers ».

Chapitre II. La dématérialisation des titres financiers

41. **Plan.** La dématérialisation des titres financiers est définie comme « le processus par lequel la manipulation de papier est supprimée »²³⁶. Mécanisme rude et abrupt, il a pu être dit qu'elle était « sans âme »²³⁷, tant elle obéit à des considérations purement pragmatiques. Il serait pourtant hasardeux de prétendre qu'elle n'a opéré sur les titres financiers qu'une modification de forme. La doctrine a tenté de démêler pendant suffisamment longtemps les conséquences masquées de cette opération²³⁸, pour être convaincue que la disparition du papier a engendré bien plus qu'un gain de place et une diminution des contraintes administratives.

Quelle est l'ampleur de ce bouleversement, et quelles en sont les conséquences exactes sur la nature des titres financiers ? Comprendre les rouages de la dématérialisation nécessite de suivre son propre parcours, et cheminer à notre tour des titres matériels (Section 1) vers les titres immatériels (Section 2).

²³⁶ *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil national du Crédit et du titre, 1997 Introduction, page 11

²³⁷ H. CAUSSE, *Principe, nature et logique de la « dématérialisation »*, La Semaine Juridique Entreprises et Affaires, n°48, 26 novembre 1992, pages 194 et suivantes

²³⁸ Le débat n'est d'ailleurs pas complètement clos. Voir en ce sens J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

Section 1. Des titres matériels

42. **Le dépôt historique.** Le dépôt de titres financiers tel qu'on l'entend aujourd'hui a pour origine juridique la notion civiliste du dépôt, c'est-à-dire un dépôt de choses matérielles²³⁹. En témoignent les nombreux articles du Code civil fédérant l'activité de dépositaire, notamment le principe général selon lequel le dépôt, en général, est un acte par lequel on reçoit la chose d'autrui, afin de la garder et de la restituer en nature²⁴⁰. On voit apparaître ici les trois principales caractéristiques du dépôt, à savoir la garde, la détention, et le caractère précaire de cette détention²⁴¹. Cette détention précaire implique deux notions clefs qui seront développées tout au long de cette étude. La première notion est le fait que le dépositaire, détenteur précaire²⁴², n'acquiert ni la propriété, ni même la possession de la chose²⁴³, mais une simple détention²⁴⁴. Distinguer la détention et la possession est ici primordial : le détenteur a l'objet mais ne peut pas s'en servir, alors que le possesseur a l'objet et peut l'utiliser à sa guise²⁴⁵. Il en découle une deuxième constatation : le dépositaire n'effectue qu'une mission de conservation, sous peine de voir la nature de son contrat se détourner du

²³⁹ Voir *infra* pour comprendre tout l'enjeu de la dématérialisation des titres sur ce point

²⁴⁰ Article 1915 du Code civil

²⁴¹ Voir en ce sens I. AVANZINI, *Les obligations du dépositaire*, Paris, 2005

²⁴² A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007, page 30

²⁴³ R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

²⁴⁴ Voir en ce sens P. LE TOURNEAU, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2008/2009, §6264 ; P. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §73 et §68

²⁴⁵ F.-C. de SAVIGNY, *Traité de la possession en droit romain*, A. DURAND & PEDONE LAURIEL, Paris, 1870, pages 2-3 : « Les définitions de la possession, quelque divergentes qu'elles soient d'ailleurs sous le rapport de la forme ou du fond, renferment cependant toutes une idée générale qui leur sert de base, et qui doit être le point de départ de toutes les investigations sur cette matière. Toutes admettent qu'on est en possession d'une chose lorsqu'on a la possibilité, non-seulement d'en disposer soi-même physiquement, mais encore de la défendre contre une action étrangère. [...] Ce fait, que l'on appelle *détention*, et qui sert de base à toute idée de possession, ne saurait à lui seul être un objet de législation ; la notion n'en est nullement juridique. Toutefois nous découvrons bientôt qu'il existe entre ce fait et une véritable notion juridique un rapport intime à raison duquel il sollicite, lui aussi, l'action du législateur. En effet, la propriété étant la faculté légale de faire d'une chose ce que l'on veut, et d'empêcher tout autre d'en disposer, la détention nous apparaît comme l'exercice du droit de propriété : elle constitue un *fait* qui correspond à ce *droit* ». Cependant, un auteur note que l'élément caractéristique de la propriété n'est pas le fait d'avoir la maîtrise de la chose, mais le fait que cette chose appartienne bien au possesseur : S. GINOSSAR, *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, LGDJ, 1960, pages 22-24

contrat de dépôt²⁴⁶. Le noyau dur est forgé dans le droit commun, et s'applique à toutes formes de dépôts, qu'il s'agisse de dépôts généraux ou de dépôts spéciaux.

43. **Un dépôt matériel.** A l'origine, cette base de droit commun appliquée aux titres financiers était évidente²⁴⁷. Auparavant matérialisés sous la forme papier, ils étaient assimilés à une chose matérielle, d'où l'application d'un régime en tout point similaire à celui du dépôt de telles choses, prévu par le Code civil²⁴⁸. En raison de cette nature matérielle, la mission du dépositaire de titres financiers était réellement celle d'un dépositaire de bien mobilier²⁴⁹. C'est la mission d'un dépositaire de choses ordinaires, sans qu'aucune distinction ne soit perceptible entre le dépôt de titres financiers et le dépôt d'un objet quelconque²⁵⁰. Le régime du dépôt de droit commun trouvait donc tout naturellement à s'appliquer.

Cependant, la multiplication des échanges et le volume des titres étaient tels que rapidement le besoin de supprimer le support papier s'est fait sentir. Dès 1900 cette évolution se laissait présager à travers cette phrase : « Le billet détrôné ira en décroissant, l'emploi des virements l'aura avantageusement remplacé »²⁵¹.

44. **L'idée de la dématérialisation.** Contre toute attente, l'idée de dématérialisation des titres financiers est une idée ancienne, puisque ses premiers signes

²⁴⁶ P. LE TOURNEAU, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2008/2009, §6267 : « D'une façon générale, le gardien est un simple conservateur ; si sa tâche est de transformer la chose, le contrat n'est pas de dépôt mais d'entreprise ».

²⁴⁷ J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz 1980 ; P. AÏDAN, *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Edition Revue Banque 2001 ; P. PONT, *Code Napoléon Des petits contrats*, Paris, 1863

²⁴⁸ G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 31 ; P. PONT, *Code Napoléon Des petits contrats*, Paris, 1863

²⁴⁹ J.-J. BURGARD, C. CORNUT, O. ROBERT DE MASSY, *La banque en France*, quatrième édition, Presses de la fondation nationale des sciences politiques et Dalloz, 1995

²⁵⁰ B. de VALON, *Le dépôt des titres en banque*, Toulouse, 1913, page 18 : la banque « encaisse d'office et sans frais, les arrrages, dividendes et intérêts des titres déposés ; elle fait rembourser les titres amortis, les primes, et les porte au crédit du compte des déposants. 3° Parfois, elle vérifie gratuitement les tirages, mais engage sa responsabilité pour les titres assurés seulement. 4° Elle se charge de faire renouveler les feuilles de coupons et les souches ».

²⁵¹ E.-E. THALLER, *Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime*, deuxième édition, 1900, §1280, page 677

apparaissent en 1872, dans l'établissement Wiener Giro und Kassenverein²⁵², aux Pays-Bas et à Berlin. Cet établissement a créé le premier système du « chèque de titres », qui vise à remplacer le mouvement réel des titres par une simple inscription en compte de ce mouvement. Les juristes de l'époque notent avec enthousiasme toute l'utilité de ce nouveau procédé, car grâce au chèque de titres, les mouvements n'ont plus lieu que sur les livres. Les titres restent déposés en sécurité dans les coffres-forts de la société. « Ces chèques permettent de retirer les titres et servent de mandat de virement quand les deux parties en présence ont chacune un compte ouvert dans l'établissement »²⁵³. Même si l'idée naît en France dès 1854²⁵⁴, il faut plus d'un siècle pour que l'idée de dématérialisation se mette en place, qu'elle mûrisse et soit adaptée non plus à une seule société, mais entre toutes les sociétés, étendue à l'ensemble du marché financier.

Section 2. La dématérialisation des titres financiers

45. **Les profondes modifications.** Dès 1979, M. René Monory, alors ministre de l'Économie ordonnait la constitution d'un groupe de travail relatif à la

²⁵² L. LAZARUS, *Der Wiener Giro – und Kassenverein : Giroubertragung und Abrechnung : Vergleichung mit der Bank des Berliner Kassenvereins und dem Hamburger Ueberweisungsverkehr*, édition inconnue, 1918

²⁵³ M. JOUCARD, *Du dépôt de titres en banque*, Paris, 1903, page 249

²⁵⁴ A. ROUX, *La Compensation et le Virement des titres*, Paris, 1930, page 89 : « C'est en 1854 que l'idée se fit jour, en France, d'un compte courant de titres susceptible de virements par écritures. A cette époque, les mouvements d'effets au porteur s'étaient élevés pour chaque liquidation, à 60.000 titres. Il devint facile « d'apprécier toute l'importance des services que rendrait l'établissement d'une caisse centralisatrice des valeurs, faisant disparaître tous les risques et les embarras résultant du maniement des titres, de leur déplacement incessant et de leur transport sur la voie publique ». En raison de la confiance qu'elle inspirait au public, la Banque de France fut choisie pour ce rôle. Il ne fut pas question d'abandonner le régime traditionnel de la propriété mobilière ; la création de récépissés à ordre fut un instant très sérieusement envisagée, mais repoussée comme incompatible avec le décret du 16 janvier 1808 et l'on s'arrêta finalement à un système de comptes courants dans lequel seraient suivis *non seulement les qualités, mais aussi les numéros des titres reçus, virés ou retirés*. L'innovation n'alla pas sans difficultés. La correspondance échangée à l'époque fournit quelques arguments étonnants : certains agents de change objectèrent, par exemple, que l'important de leur Compagnie « serait diminuée par le fait du dépôt de tous les titres à la Banque » et que « le secret des affaires n'existerait plus ». Malgré tout, le service fonctionna, à partir du 5 août 1854 et le public lui-même fut admis à se faire ouvrir des comptes ».

modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation des valeurs mobilières en France²⁵⁵. Le rapport qui en est issu a inspiré un vent de réformes sur le système financier dans son ensemble, suivant l'exemple fourni par la réforme de la monnaie²⁵⁶. L'opération de dématérialisation des valeurs mobilières, opérée en 1981²⁵⁷, a permis de supprimer le support papier, de transformer les titres nominatifs ou au porteur en valeurs scripturales²⁵⁸, et ainsi de libérer un espace réel, tout en améliorant l'efficacité des échanges²⁵⁹. Elle vise à « permettre une plus forte efficacité et une plus grande rapidité de la circulation des titres, mais aussi avec une préoccupation de lutte contre la fraude fiscale, et donc de contrôle »²⁶⁰. Elle était bel et bien indispensable : si en 1955, la

²⁵⁵ C. KARYOTIS, *Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres*, Revue d'Économie Financière, 1 mars 2010, page 73

²⁵⁶ C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, RB édition, 2003, pages 115 et suivantes ; *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil national du Crédit et du titre, 1997, page 20-23 ; R. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979, pages 102 et suivantes ; P. GOUTAY, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1999, §89, page 415

²⁵⁷ Article 94-II, Loi de finance pour 1982 n°81-1160 du 30 décembre 1981

²⁵⁸ Cette suppression possède de nombreux avantages techniques, notamment à travers l'éviction de nombreuses erreurs dues à un traitement manuel des données : « La dématérialisation des titres financiers (obligations, actions, ...) a permis de réduire le nombre d'incidents dans le traitement des titres. Cette dématérialisation a mis à jour de nombreuses erreurs qui avaient été commises lorsque la gestion de ces titres se réalisait manuellement. Ainsi, par mégarde, de nombreux coupons d'obligations n'avaient pas été amenés au paiement. La dématérialisation des titres permet désormais de gérer automatiquement et d'éviter toute intervention humaine ». Voir M. FERRARY, *Les ressources humaines à risque dans le secteur bancaire : une application de la gestion des risques opérationnels*, Gestion 2000, 2009, n°2, page 95. Elle devait également « accroître la fluidité du marché en réduisant les délais des opérations sur titres telles que les augmentations de capital ou les offres publiques », voir C. KARYOTIS, *Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres*, Revue d'Économie Financière, 1 mars 2010, page 74. Cette suppression permet enfin de mettre l'épargnant « à l'abri des risques de perte ou de vol, qui ont tenu une si grande place dans l'histoire du droit des valeurs mobilières au porteur », et d'« automatiser un grand nombre de tâches répétitives et de bâtir des systèmes de traitement intégré en offrant une plus grande sécurité que les méthodes anciennes » : J. FOYER, *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, in *Mélanges Guy Flattet*, Payot, Lausanne, 1985, pages 22 et 29. Voir également J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, §914, page 1900 ; R. ALHEINC, *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920 ; M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49 ; D. BUREAU, H.-M. WATT, *Droit international privé*, troisième édition, PUF, 2007, page 26 ; A. TENENBAUM, *Réflexions sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Revue des Sociétés, 2004, page 835

²⁵⁹ A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, Lille, 1995, § 1070 et suivantes ; S. ARNAUD, *L'usufruit des valeurs mobilières, variations sur les notions de propriété et d'associé*, Nice, 2002, §39 et suivantes, et §92

²⁶⁰ *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil national

Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières²⁶¹ (SICOVAM) détenait cent soixante-dix millions de titres²⁶², ce nombre ne faisait qu'augmenter de manière exponentielle depuis. Même si sur plusieurs aspects, la loi de dématérialisation a pu décevoir, elle est perçue dans son ensemble comme extrêmement bénéfique²⁶³. Effective le 3 novembre 1984, elle a permis également de supprimer les distinctions matérielles qui existaient alors entre les différents titres déposés et leurs modalités de dépôt²⁶⁴. Les modalités techniques purement administratives ou basement matérielles ont disparu en même temps que le support papier. Ainsi, les termes de « déposé sur récépissé », « dépôts sans reçu » et « dépôts spéciaux » ont disparu²⁶⁵. Du point de vue juridique, les titres financiers sont désormais des meubles incorporels²⁶⁶, c'est-à-dire des biens sans réalité physique, qui tirent leur existence même de la loi^{267 268}.

du Crédit et du titre, 1997, page 18

²⁶¹ Créée par un décret du 4 août 1949.

²⁶² L. AVERAN, *De la C.C.D.V.T. à la SICOVAM, le compte courant d'actions*, Grenoble, 1959, page 56 ; G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 47 ; J.-P. BORNET, H. de VAUPLANE, *Le cahier des charges des affiliés à la Sicovam*, Bull. Joly Bourse, 1995, page 5

²⁶³ H. de VAUPLANE, *Bilan du système français de dématérialisation in 20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, La Revue Banque édition, 2005, page 101

²⁶⁴ C. KARYOTIS, *Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres*, Revue d'Économie Financière, 1 mars 2010, page 74

²⁶⁵ Voir pour exemple l'annonce de plan de la thèse de M. JOUCARD, *Du dépôt de titres en banque*, Paris, 1903, page 21 et 22: « Ce travail comprendra trois parties: La première sera consacrée à l'étude du dépôt sur récépissé [...] Dans la deuxième partie, on étudiera les modes de conservation des titres qui se pratiquent sans que le banquier ait à fournir un reçu [...] On abordera, dans la troisième partie, l'étude des dépôts « spéciaux » ».

²⁶⁶ Voir en ce sens J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 30 ; J.-F. KEITH, S. RIMBERT, *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25

²⁶⁷ J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadriga Presses Universitaires de France, 2004, §911, page 1899

²⁶⁸ Il s'agit cependant d'un concept très ancien, puisque déjà reconnu en droit romain. Voir C. COMTE, *Traité de la propriété*, Chamerot-Ducollet, 1834, page 447 : « Les jurisconsultes romains avaient divisé les choses en un grand nombre de classes. [...] Ils avaient fait une autre division qui comprenait l'universalité des choses : il avaient mis d'un côté toutes les choses corporelles, et de l'autre les choses incorporelles, telles que les droits et les obligations ». Voir également DELAMARE, LEPOITEVIN, *Traité de droit commercial*, sixième édition, 1866, page 47 ; A.-M. DEMANTE, E. COLMET de SANTERRE, *Cours analytique du Code civil*, Paris, 1895, page 89 ; C. DEMOLOMBE, *Cours de Code Napoléon*, troisième édition, Hachette, 1866, page 154 ; P. OURLIAC, J. de MALAFOSSE, *Histoire du droit privé*, Thémis, PUF, 1968

46. **La conservation des titres au porteurs et titres nominatifs.** La dématérialisation des titres financiers a fait naître de nombreuses interrogations sur le maintien de cette distinction entre les titres (au porteur / nominatifs)²⁶⁹. Certains auteurs ont pu relever qu'avec la dématérialisation des valeurs mobilières, la distinction entre les deux formes de titres ne repose en réalité ni sur le concept de transfert, ni sur la remise d'un titre papier²⁷⁰. La distinction opère toujours malgré la disparition du registre et du titre papier, ce qui laisse penser que ni le registre et le transfert, ni le titre papier et la tradition²⁷¹, ne sont des éléments caractéristiques de ces deux formes²⁷². Une autre opinion, soutenue par le Doyen Roblot, consistait à dire que les expressions « titres au porteur » et « titres nominatifs » avaient perdu leur signification traditionnelle. Les titres « au porteur » *stricto sensu* seraient « morts » avec la disparition du titre papier, c'est pourquoi il préconise l'utilisation d'une nouvelle expression : celle de « titre anonyme ». Ce faisant, il met l'accent sur le fait que si la distinction entre les titres nominatifs et les titres au porteur est encore maintenue, sa portée a été modifiée²⁷³. Elle ne tend plus à opposer le registre au titre papier ou le transfert à la tradition²⁷⁴, mais à souligner la différence d'organisme chargé de tenir les comptes de titres nominatifs et de titres au porteur²⁷⁵. C'est effectivement une savante reconversion de la distinction entre les deux formes de titres²⁷⁶. Cette opposition des organismes de tenue de compte existait

²⁶⁹ Voir par exemple B. FERON, *La dématérialisation des titres cotés et la suppression des titres au porteur*, Banking and Finance Review, 2006, pages 123 et suivantes ; B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque Editeur, 1988, page 94 ; D. FAVERO, *Pour une réforme ambitieuse des instruments financiers*, Actes pratiques, janvier-février 2004, page 3 ; Y. GUYON, *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition, Economica, 2003, §730, page 787 : « Ce régime, qui est une originalité du droit français, n'est pas satisfaisant. Il faudrait supprimer de notre droit toutes les références à la matérialité des titres au porteur et donner à ceux-ci une autre dénomination, car on ne peut pas « porter » ce qui n'a pas d'existence matérielle. Il faudrait ensuite s'interroger sur le bien-fondé du maintien de cette distinction ».

²⁷⁰ Voir également A. REYGROBELLET, H. LE NABASQUE, *L'inscription en compte des valeurs mobilières*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet 2000, n°4 ; D.-R. MARTIN, *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, Recueil Dalloz, 1998, chroniques page 15

²⁷¹ M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, page 41

²⁷² C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, § 125 et 126, page 75

²⁷³ Voir également M.-A. FRISON-ROCHE, M. JOCKEY, *Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ?*, La semaine juridique Entreprises, 1994, I, page 344

²⁷⁴ M. ALTER, *L'obligation de délivrance dans la vente de meubles corporels*, Paris, 1972, page 30

²⁷⁵ C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, § 125 et 126, page 75

²⁷⁶ F. DRUMMOND, *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Études*

auparavant, mais n'était pas l'effet principal, ni la différence la plus marquante entre les deux titres. La dématérialisation ayant lissé toutes les autres diversités, elle l'est désormais. La conséquence directe est le fait que la dématérialisation a permis une mise en relation directe entre l'émetteur et le propriétaire des titres²⁷⁷. Les intermédiaires n'ont ici qu'un rôle le plus minimaliste qu'il puisse être, et d'une transparence sans pareille²⁷⁸.

47. **Un droit de propriété inchangé.** Lors de la dématérialisation des valeurs mobilières en 1981, le législateur a souhaité conférer à un acheteur d'instruments financiers un droit identique à celui dont il bénéficiait lorsqu'elles circulaient sous une forme matérialisée²⁷⁹, c'est-à-dire un droit de propriété²⁸⁰. La notion de cette propriété est assez difficile à définir²⁸¹. La doctrine contemporaine retient qu'elle est le droit de retirer tout ou partie des utilités économiques d'une chose sans qu'une personne ait à supporter la charge d'acquisition de la valeur de l'utilité ainsi retirée²⁸². La propriété constitue donc un droit ayant pour objet une chose dont l'utilité est pleinement et directement retirée par son titulaire²⁸³. Le régime applicable n'a pas perdu ses sources civilistes lors de cette

de Droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier, Economica, 2008, page 147

²⁷⁷ J. GUYENNOT, *Droit pratique des nouvelles valeurs mobilières*, Petites Affiches, 1984, n°122 ; P. LANGLET, P.-G. MARLY, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre-octobre 2000, page 3

²⁷⁸ H. SYNDET, *La propriété des valeurs mobilières en droit français*, sous la direction de H. de VAUPLANE, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, La Revue Banque édition, 2005, page 39 : « Et, pour les valeurs mobilières au porteur, c'est une construction à deux étages (pas trois, ni dix) que l'on observe : le propriétaire des valeurs mobilières doit être inscrit en compte chez un intermédiaire habilité, qui lui-même, sauf recours à un mandataire, est en relation de compte directe avec le dépositaire central. On est ainsi loin des chaînes d'intermédiaires, du recours à des *nominees*, à des *trustees*, que l'on rencontre dans les pays anglo-saxons ».

²⁷⁹ R. ROUTIER, *Obligations et responsabilités du banquier*, Dalloz, Paris, 2005, §238.11

²⁸⁰ Voir en ce sens F.NIZARD, *La notion de titre négociable*, Paris II, 2000, pages 57 et suivantes ; V. MERCIER, *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, Aix-Marseille, 2004, pages 21 et suivantes ; A. REYGROBELLET, H. LE NABASQUE, *L'inscription en compte des valeurs mobilières*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet 2000, n°4 ; B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque Editeur, 1988, page 89

²⁸¹ A. REYGROBELLET, *La notion de valeur mobilière*, Lille, 1995, §1120

²⁸² J. LARGUIER, *La notion de titre en droit privé*, Dalloz, Paris, 1951, pages 212 et suivantes

²⁸³ P. GOUTAY, *La notion d'instrument financier*, Droit & Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 68

évolution²⁸⁴, et « le fonds du droit n'a pas changé »²⁸⁵.

Même si « la détitrisation engendre une matérialisation de substitution : ainsi en vertu de la loi et du décret, la scripturalisation du droit génère sa corporalité »²⁸⁶, cette corporalité une fois établie soumet le titre financier aux mêmes règles que celles en vigueur avant la dématérialisation²⁸⁷. En d'autres termes, c'est désormais l'inscription en compte qui vaut titre (immatériel) de propriété²⁸⁸.

48. **Le droit de créance.** Le choix du droit de propriété comme droit acquis²⁸⁹ n'est pas une évidence en droit international²⁹⁰. Certains pays ont fait le choix du droit de créance²⁹¹. C'est le cas des États-Unis²⁹². La personne qui a acquis des valeurs mobilières ou toute autre forme de titres financiers possède un droit²⁹³. Cependant son droit acquis n'est pas absolu comme un droit de propriété²⁹⁴. La définition de la propriété

²⁸⁴ A. MAFFEI, *De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français*, Revue de Droit Uniforme, 2005, pages 237 et suivantes ; L. DUGUIT, *Les transformations générales du droit privé depuis le code Napoléon*, deuxième édition, La Mémoire du Droit, 1999, page 127 ; P. GOUTAY, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1999, §89, page 415

²⁸⁵ H. CAUSSE, *Principe, nature et logique de la « dématérialisation »*, La Semaine Juridique Entreprises et Affaires, n°48, 26 novembre 1992, pages 194 et suivantes

²⁸⁶ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1471

²⁸⁷ D.-R. MARTIN, *De la nature corporelle des valeurs mobilières*, Dalloz, 1996, Chroniques, page 47

²⁸⁸ P. DIDIER, *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999, pages 127 et suivantes ; D. LEPELTIER, *Dématérialisation : inscription en compte et circulation des titres non admis en SICOVAM*, Semaine juridique CI, 1984, II, 14 275. Sur la consécration du droit de propriété en matière de valeurs mobilières, voir J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, pages 64-67 ; P. GOUTAY, *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1999, §89, page 415

²⁸⁹ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, Paris I, 2008, page 193

²⁹⁰ A. PRÜM, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, Revue de Droit Bancaire et Financier, 2009, page 1

²⁹¹ Voir sur cette conception R. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979, §58, page 66

²⁹² « (a) A person acquires a security or an interest therein, under this Article, if (1) the person is a purchaser to whom a security is delivered pursuant to Section 8-301 ; or (2) the person acquires a security entitlement to the security pursuant to Section 8-501. (b) A person acquires a financial asset, other than a security, or an interest therein, under this Article, if the person acquires a security entitlement to the financial asset ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-104, (a) et (b)

²⁹³ Il est cependant à noter que dans d'autres pays européens, la distinction entre droit de propriété et droit de créance n'est pas aussi primordiale qu'en droit français. Certains auteurs ont même fortement recommandé de supprimer cette distinction. Voir par exemple F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

²⁹⁴ « (c) A person who acquires a security entitlement to a security or other financial asset has the right

du titre est ici très vague : un transfert de propriété est défini comme le fait de transférer, servir, présenter, rendre, échanger ou encore mettre en possession d'une autre personne des actifs financiers²⁹⁵. L'effet de ce transfert est tout aussi flou : l'acquéreur obtient un « intérêt » financier dans l'ensemble des actifs en question^{296 297}.

Dans la situation du dépositaire de « security entitlements »²⁹⁸, il possède les mêmes missions qu'un dépositaire français. Le Uniform Commercial Code²⁹⁹ indique que l'acquisition d'actifs nécessite que l'intermédiaire reçoive l'actif, et qu'il l'écrive dans le livre de compte, ou bien qu'il le reçoive en application d'un autre droit ou d'une autre

specified in Part 5, but is a purchaser of any security, security entitlement, or other financial asset held by the securities intermediary only to the extent provided in Section 8-503 », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-104, (c)

²⁹⁵ Voir par exemple H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13 ; S. MOUY, H. de VAUPLANE, *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, 1995, n°565, page 56 ; ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782 ; J.-F. KEITH, S. RIMBERT, *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25

²⁹⁶ « (d) Unless the context shows that a different meaning is intended, a person who is required by other law, regulation, rule or agreement to transfer, deliver, present, surrender, exchange, or otherwise put in the possession of another person a security or financial asset satisfies that requirement by causing the other person to acquire an interest in the security or financial asset pursuant to subsection (a) or (b) », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-104, (c) et (d)

²⁹⁷ Il est intéressant de voir qu'est envisagé ici le cas où un transfert s'effectuerait selon un règlement autre que la réglementation américaine. La place importante d'une rencontre de législations est envisagée dès le début de la section et de manière permanente au cours de cet article, ce qui est à saluer. Cette place témoigne d'une réelle adaptation du système américain au plan international et pas seulement à un fonction purement national. À nouveau, le UCC prévoit l'existence de potentiels conflits de juridictions et de réglementations dans la section 8-509 intitulée : « Specification of duties of securities intermediary by other statute or regulation ; manner of performance of duties of securities intermediary and exercise of rights of entitlement holder ». Ici le droit américain se montre conciliant, puisqu'il estime que pour certaines règles, l'application du droit d'un autre État suffit à considérer la règle de droit américain comme valablement remplie : « (a) If the substance of a duty imposed upon a securities intermediary by Section 8-504 through 8-508 is the subject of other statute, regulation, or rule, compliance with that statute, regulation, or rule satisfies the duty », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-509. Il retient également que si le droit étranger impose des règles moins contraignantes en matière de sécurité et de droit applicable, l'agent doit exercer ses droits suivant un comportement commercial raisonnable : « (b) To the extent that specific standards for the performance of the duties of a securities intermediary or the exercise of the rights of an entitlement holder are not specified by other statute, regulation, or rule or by agreement between the securities intermediary and entitlement holder, the securities intermediary shall perform its duties and the entitlement holder shall exercise rights in a commercially reasonable manner », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-509. Enfin, le droit américain n'impose pas à l'intermédiaire financier de prendre en charge aucune obligation qui serait illégale dans un pays étranger ou sous un autre système juridique : « (d) Sections 8-504 through 8-508 do not require a securities intermediary to take any action that is prohibited by other statute, regulation, or rule », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-509. Cette dernière recommandation est intéressante en ce qu'elle envisage un éventuel conflit de règles entre le droit américain et un droit

régulation³⁰⁰. Sur ce point, l'accent est mis sur le rôle de l'intermédiaire comme observateur des mouvements du compte. Il met également l'accent sur le fait que même si c'est l'intermédiaire qui enregistre les mouvements et effectue les opérations sur le compte, seul le détenteur réel des titres en est supposé être le propriétaire. Apparaît alors la notion de « property interest »³⁰¹. Le droit américain confirme ainsi que si le dépositaire est en possession des actifs, il n'en devient jamais le propriétaire³⁰². Il en possède simplement la garde de ces actifs³⁰³. De ce point de vue, cette notion capitale est

étranger. Dans pareille situation, le droit américain n'impose pas à un intermédiaire d'effectuer quelque action qui aille à l'encontre d'un autre droit. Cependant, cette précision ne règle pas réellement le conflit, mais semble simplement indiquer que le droit américain est prêt à laisser la place à un droit étranger prioritaire. Toute la portée de pareille règle semble donc à déterminer, notamment dans quelle mesure et quelles circonstances le droit américain s'efface devant le droit étranger. Quant à l'efficacité de telle mention, elle reste à démontrer. Voir S. MOUY, H. de VAUPLANE, *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, 1995, n°565, page 56

²⁹⁸ « (a) « Securities account » means an account to which a financial asset is or may be credited in accordance with an agreement under which the person maintaining the account undertakes to treat the person for whom the account is maintained as entitled to exercise the rights that compromise the financial asset.(b) Except as otherwise provided in subsection (d) and (c), a person acquires a security entitlement if a securities intermediary : (1) indicates by book entry that a financial asset has been credited to the person's securities account ; (2) receives a financial asset from the person or acquires a financial asset for the person and, in either case, accepts it for credit to the person's securities account ; or (3) becomes obligated under other law, regulation or rule to credit a financial asset to the person's securities account. (c) If a condition of subsection (b) has been met, a person has a security entitlement even though the securities intermediary does not itself hold the financial asset. (d) If a securities intermediary holds a financial asset for another person, and the financial asset is registered in the name of, payable to the order of, or especially indorsed to the other person, and has not been indorsed to the securities intermediary or in blank, the other person is treated as holding the financial asset directly rather than as having a security entitlement with respect to the financial asset. (e) Issuance of a security is not establishment of a security entitlement ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-501. Voir en ce sens B. MOJUYE, « Titres financiers » et « securities » au regard de l'article 8 du uniform commercial code (UCC), Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 86

²⁹⁹ Le Uniform Commercial Code est l'équivalent américain du Code de commerce. Il comprend cependant une grande partie de l'équivalent d'un Code monétaire et financier, ainsi que de nombreuses notions du Code civil.

³⁰⁰ Voir en ce sens J.-P. KOVAR, J. LASSERRE CAPDEVILLE, *Droit de la régulation bancaire*, RD Edition, 2012

³⁰¹ « (a) To the extent necessary for a securities intermediary to satisfy all security entitlements with respect to a particular financial asset, all interests in that financial asset held by the securities intermediary are held by the securities intermediary for the entitlement holders, are not property of the securities intermediary, except as otherwise provided in Section 8-511 », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-503

³⁰² « (b) An entitlement holder's property interest with respect to a particular financial asset under subsection (a) is a pro rata property interest in all interests in that financial asset held by the securities intermediary, without regard to the time the entitlement holder acquired the security entitlement or the time the securities intermediary acquired the interest in that financial asset.(c) An entitlement holder's

aussi explicitée en droit américain³⁰⁴ qu'en droit français, et l'accent est mis sur le fait que l'intermédiaire ne peut se prévaloir de prérogatives de propriétaire des titres tout au long de la durée de la garde. Le terme « security interest »³⁰⁵ ne vise donc que la créance du déposant sur le dépositaire³⁰⁶. En conclusion, le droit acquis est le même qu'en droit français : il s'agit bien d'un droit de propriété³⁰⁷. Mais alors qu'en droit français le droit de propriété est un droit fixe et invariant³⁰⁸, en matière de droit américain, il peut se transformer ou engendrer un simple droit de créance dans certaines situations³⁰⁹.

property interest with respect to a particular financial asset under subsection (a) may be enforced against a purchaser of the financial asset or interest therein only if : (1) insolvency proceedings have been initiated by or against the securities intermediary ; (2) the securities intermediary does not have sufficient interests in the financial asset to satisfy the security entitlements of all of this entitlements holders to that financial asset ; (3) the securities intermediary violated its obligations under Section 8-504 by transferring the financial asset or interest therein to the purchaser, and (4) the purchaser is not protected under subsection (e) », Uniform Commercial Code, article 8, section 8-503

³⁰³ F. ALLEN, A.-M. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, 2001, page 1461

³⁰⁴ Le Uniform Commercial Code est l'un des textes principaux concernant le dépôt de titres financiers en droit américain. Il est complété par deux documents clefs de 1940, le Investment Company Act et le Investment Adviser Act, qui ont fait l'objet de nombreuses modifications.

³⁰⁵ Le terme d'« interest » pourrait sembler propre au vocable anglo-saxon. Il n'en est rien, et historiquement, dans le cadre des parts de sociétés, « le mot *intérêt* est synonyme d'*action* ». Voir F. LAURENT, *Principes de droit civil français*, Bruylant-Christophe & Cie, 1878, §502, page 617. Même si les deux termes anglais et français ne sont pas complètement synonymes, ils désignent une réalité proche.

³⁰⁶ La section 8-508 a un certain intérêt, puisqu'elle prévoit pour l'intermédiaire la faculté, et même dans certains cas l'obligation de modifier la nature même de la sûreté. Ici, un intermédiaire financier doit agir dans l'intérêt du propriétaire de titres pour changer les valeurs mobilières en une autre forme possible de détention pour laquelle le propriétaire est éligible, ou bien il doit faire en sorte que les actifs soient transférés sur un compte de titres du propriétaire par un autre intermédiaire financier. Pour ce faire, il doit agir en vertu d'un accord avec le propriétaire, et en l'absence d'accord, il doit agir suivant les standards commerciaux raisonnables dans l'intérêt du propriétaire : « A securities intermediary shall act at the direction of an entitlement holder to change a security entitlement into another available form of holding for which the entitlement holder is eligible, or to cause the financial asset to be transferred to a securities account of the entitlement holder with another securities intermediary. A securities intermediary satisfies the duty if : (1) the securities intermediary acts as agreed upon by the entitlement holder and the securities intermediary ; or (2) in the absence of agreement, the securities intermediary exercises due care in accordance with reasonable commercial standards to follow the direction of the entitlement holder ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-508. Voir également E. CHVIKA, *Du Security Interest sur les marchés de gré à gré soumis au droit français*, Bull. Joly Bourse, janvier-février 2003, §3, page 16 ; B. MOJUYE, « Titres financiers » et « securities » au regard de l'article 8 du uniform commercial code (UCC), Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 86.

³⁰⁷ Voir par exemple I. VOULGARIS, *Les conflits de lois en matière de transfert de propriété*, Paris, 1970 ; S. MOUYE, H. de VAUPLANE, *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, 1995, n°565, page 56 ; L. JOSSERAND, *Configuration du droit de propriété dans l'ordre juridique nouveau*, in *Mélanges juridiques dédiés à M. le professeur Sugiyama*, 1940, page 95 ; F. NIZARD, *Le transfert*

49. **Un droit réel.** Avec la disparition du support papier, un autre débat s'est ouvert autour de la nature du droit acquis par la propriété des nouveaux titres dématérialisés. Historiquement droit réel car appliqué à une chose matérielle³¹⁰ pouvant faire l'objet d'un transfert par tradition³¹¹, ce droit a été subitement remis en cause³¹². Une tendance minoritaire de la doctrine a soutenu la caractérisation de ce droit en droit personnel³¹³. Selon certains, à la suite de la dématérialisation, le titre a disparu et avec lui l'idée d'incorporation du droit dans le titre³¹⁴ et de propriété des titres³¹⁵. D'autres auteurs refusent catégoriquement de trancher, en considérant que les choses incorporelles ne font

de propriété des valeurs mobilières, une réforme inachevée, Revue des Sociétés, 2004, page 619

³⁰⁸ Voir *supra*

³⁰⁹ J.-C. FAFFA, *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine*, Cujas, Paris, 1963, pages 291 et suivantes. C'est également la vision retenue bien avant l'heure par E. THALLER, *De la nature juridique du titre de crédit, contribution à une étude générale sur le droit des obligations (dette abstraite, acte unilatéral, délégation)*, Paris, 1907, page 54 ; F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

³¹⁰ J. DABIN, *Une nouvelle définition du droit réel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 20

³¹¹ R. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979, §23, page 32 : « Les droits réels frappent directement le bien corporel. Ils peuvent réaliser, sur lui, la synthèse de tous les droits susceptibles d'être appropriés. Cette synthèse constitue la propriété de la chose, droit réel général s'exerçant sur elle ». Voir également R. BASQUE, *De la distinction des droits réels et des obligations*, Montpellier, 1914, page 24 ; C. PRODAN, *Essai d'une théorie générale des droits réels*, Paris, 1909, page 54

³¹² P. PONT, *Code Napoléon Des petits contrats*, Paris, 1863

³¹³ Voir également H. CAUSSE, *Valeurs mobilières : un concept positif*, Petites Affiches, 21 octobre 1994, n°126, page 4 ; H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Litec, 1993, n°657, page 326 ; J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 32-33 : « Il est traditionnellement admis par la doctrine que les valeurs mobilières sont des droits de créance. En effet, parce que leur titulaire attend de l'émetteur diverses prestations, comme la distribution de dividendes ou l'organisation d'assemblées destinées à lui permettre d'exercer ses prérogatives politiques, elles sont des droits personnels insusceptibles d'appropriation, car exclues du domaine de la propriété ».

³¹⁴ M. PLANIOL, G RIPERT, *Traité pratique de droit civil français, Tome III Les biens* par M. PICARD, 1956, §560, pages 562 et suivantes. Certains auteurs rejettent vigoureusement la persistance de l'illusion de l'incorporation du droit dans le titre. Voir par exemple F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières, Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Nantes, 1997, page 206 : « La doctrine a pendant longtemps cru que le droit pouvait s'incorporer dans le titre. Cette idée est fautive. Elle a été réfutée en son temps mais les vieux mythes ont la vie dure et elle semble avoir survécu à toutes les démonstrations de son inanité. Aussi n'est-il pas superflu d'exposer les motifs qui nous autorisent à dire cette analyse non avenue [...] A la vérité, cette fiction était déjà contestable (« inadmissible », pour reprendre l'expression de Thaller), avant la dématérialisation des valeurs mobilières, elle est maintenant totalement hors de propos ». Voir également H. BATTIFOL, *Problèmes contemporains de la notion de biens*, in *Archives de la philosophie du droit, Tome 24, les biens et les choses*, Sirey, 1979, page 9 ; P. GOUTAY, *Titres au porteur et incorporation : réfutation d'une théorie*, Bull. Joly, 2001, §117, page 478

³¹⁵ F. NIZARD, *Les titres négociables*, Economica-Revue Banque édition, 2003, §654 et s.

l'objet ni d'un droit réel, ni d'un droit corporel^{316 317}. Ces deux courants restent toutefois minoritaires³¹⁸, et assez contestés car finalement peu adaptés à la pratique³¹⁹.

La caractérisation de l'inscription en compte comme droit réel fait aujourd'hui l'objet d'un consensus³²⁰ : le dépôt retrouve ici tout son lustre de dépôt de droit commun³²¹, annoncé comme « le plus réel des contrats réels »³²², ayant la réputation d'être un « contrat sédentaire » ou « contrat dormant »³²³, accentué par le fait que le droit réel a pu également être qualifié d' « obligation passive universelle »³²⁴. Il est en effet peu probable que le changement de forme de détention puisse opérer un tel changement de nature du droit³²⁵, et il convient dès lors de considérer comme acquis que le droit de propriété ainsi obtenu est effectivement un droit réel³²⁶, l'immatérialité des titres n'étant

³¹⁶ C. LARROUMET, *Droit civil, Tome II Les biens, Droits réels principaux*, cinquième édition, Economica, 2006, §4, page 6 : « Sans doute, ils ne sont pas des droits réels, mais ils ne sont pas non plus des droits personnels ».

³¹⁷ Cette conception coïnciderait avec la conception des meubles incorporels comme catégorie résiduelle du droit des biens. Voir en ce sens A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007, page 18

³¹⁸ Voir par exemple J. LARGUIER, *La notion de titre en droit privé*, Dalloz, Paris, 1951, pages 244 et suivantes

³¹⁹ C. LARROUMET, *Droit civil, Tome II Les biens, Droits réels principaux*, cinquième édition, Economica, 2006, §4, page 6 : « Si certaines de ces participations financières peuvent être analysées en un droit de créance contre l'entreprise, personne morale, dans la mesure où il ne s'agit de rien d'autre que de constater une part prise dans un emprunt lancé dans le public et qui correspond à un contrat de prêt (« obligations » émises par les sociétés), d'autres cadrent mal avec la notion de droit personnel, au sens strict ». Voir également S. GINOSSAR, *Pour une meilleure définition du droit réel et du droit personnel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 573

³²⁰ H. de VAUPLANE, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, La Revue Banque édition, 2005, page 94

³²¹ P. EMY, *Le titre financier*, Bordeaux, 2005, pages 193 et suivantes

³²² P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 506, §860

³²³ Voir *infra*

³²⁴ Voir en ce sens la théorie de H. MICHAS, *Le droit réel considéré comme une obligation passive universelle*, Paris, 1900

³²⁵ Il est cependant à noter que les valeurs mobilières n'ont alors aucune existence propre, sans un support. Voir P. BERLIOZ, *La notion de bien*, Paris, 2007, § 421, page 132 : « Ce qui paraît discutable, c'est la thèse selon laquelle l'inscription en compte conférerait aux valeurs mobilières une nouvelle matérialité, c'est l'idée qui la sous-tend, selon laquelle les valeurs mobilières ne pourraient jamais être des choses en elles-mêmes, mais qu'elles supposent un support pour exister, essentiellement en tant qu'objet de propriété. L'inscription en compte n'aurait pas pour fonction de constater la valeur mobilière, elle serait la valeur mobilière. Les critiques adressées à cette position visent donc pour certaines l'idée même d'incorporation et pour d'autres la théorie de la propriété de l'inscription en compte ».

³²⁶ R. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979, §53, page 61 : « la propriété est un droit réel, s'exerçant directement sur la chose, et opposable à tous. Dans ce langage, parler d'un bien corporel, sans autre précision, c'est, par un raccourci naturel de la

pas un obstacle à leur identification comme une chose à part entière³²⁷. En définitif, la dématérialisation a simplement opéré une fusion entre l'*instrumentum* et le *negotium*³²⁸.

50. **Conclusion du Chapitre II.** La dématérialisation des titres financiers était une évolution incontournable dans la commercialisation et l'échange facilités des titres financiers. La nature du droit de propriété acquis demeure inchangée³²⁹, ainsi que la nature réelle de ce droit³³⁰. A première vue, cette dématérialisation n'opère qu'un changement de forme³³¹. En réalité elle possède une conséquence plus subtile. Si auparavant le doute pouvait persister entre dépôt régulier et dépôt irrégulier, la nature immatérielle fait basculer le dépôt de titres financiers dans un dépôt irrégulier³³².

pensée, viser la propriété de ce bien ». Voir également le résumé par M. PLANIOL, G RIPERT, *Traité pratique de droit civil français, Tome III Les biens* par M. PICARD, 1956, §564, page 566 : « Techniquement, le droit de propriété, tel que le Code civil le définit et le régleme, ne s'applique qu'aux choses corporelles, mais à coté des biens corporels, il existe des biens incorporels susceptibles d'*appropriation*, et les droits qui sanctionnent cette appropriation ne sont pas autre chose que des formes particulières de propriété incorporelles ». Voir également P. GROSJEAN, *La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété*, Petites Affiches, 16 février 2005, page 7 ; L. JOSSERAND, *Configuration du droit de propriété dans l'ordre juridique nouveau*, in *Mélanges juridiques dédiés à M. le professeur Sugiyama*, 1940, page 95

³²⁷ Arrêt Tuffier : Cass Crim 30 mai 1996, Tuffier, Py, Souffrant, Thillo, Spire ; Bull. n°224 ; Revue de Droit Bancaire et Bourse, n°56, juillet-août 1996, page 175, note M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE, Revue des Sociétés, 1996.831, note Bouloc ; P. LE CANNU, *Sur la nature des valeurs mobilières dématérialisées*, Joly Bourse, n°6, 1996, page 597 ; J. P. DINTILHAC, *Effets de la dématérialisation des titres en valeurs mobilières, conclusions sous Cass. Crim. 30 mai 1996*, RJDA, 1996.728 ; H. de VAUPLANE, F. PELTIER, *Tirage sur la masse, Cass. Crim. 30 mai 1996, affaire Tuffier*, Banque et Droit, 1996, n°48, page 30 ; C. LASSALAS, *La nature de la convention de tenue de compte*, Petites Affiches, 18 novembre 1996, n°139, page 7 ; M. GERMAIN, *A propos de l'arrêt Tuffier de la Cour d'appel de Paris – 16 mars 1995*, in *Annexes au rapport CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, page 175

³²⁸ P. EMY, *Le titre financier*, Bordeaux, 2005, pages 370 et suivantes

³²⁹ M. DUBERTRET, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Paris II, 2002, page 25 ; P. LANGLET, P.-G. MARLY, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre-octobre 2000, page 3

³³⁰ S. GINOSSAR, *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, LGDJ, 1960, page 54 ; L. RIGAUD, *Le droit réel ; histoire et théories, son origine institutionnelle*, Toulouse, 1912, page 10 ; J. DABIN, *Une nouvelle définition du droit réel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 20

³³¹ Même si certains auteurs ont pu remarquer que le choix de l'inscription en compte comme marqueur du transfert de propriété offre une protection systématique au sous-acquéreur, par la renaissance de sa primauté absolue. Voir J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

³³² F. TERRE, *Le droit et l'immatériel*, Sirey 1999

Chapitre III. Un dépôt irrégulier ?

51. **Introduction.** Le droit civil n'apporte que peu de précisions concernant la nature de l'objet du dépôt. Il retient uniquement qu'il s'agit d'un bien meuble, puisqu'il sort du périmètre du dépôt les biens immeubles³³³. Pourtant, la différence entre un dépôt régulier et un dépôt irrégulier peut être lourde de conséquences sur le régime applicable au dépôt.

Qu'en est-il en matière de titres financiers ? La question de la nature du dépôt a longtemps été discutée, et a eu pour conséquences des instabilités latentes concernant la nature des obligations. Le débat a été féroce entre les partisans d'un dépôt régulier (Section 1), et ceux d'un dépôt irrégulier (Section 2). Dans le premier cas, seul le bien qui a été confié peut être rendu pour libérer le dépositaire de son obligation de restitution, alors que dans la deuxième situation, le dépositaire peut rendre une chose de même nature et de même valeur³³⁴. Bien entendu, le choix de tel ou tel type de dépôt a également une conséquence sur la notion de propriété et la question du transfert de risque (Section 3).

³³³ Article 1918 du Code civil. G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1022, pages 533-534

³³⁴ Sur le critère de nature identique, voir P.-G. MARLY, *Fongibilité et volonté individuelle, Étude sur la qualification juridique des biens*, Paris I, 2002, pages 155 et suivantes

Section 1. Un dépôt régulier

52. **Une raison historique.** Dans un premier temps, l'argument consiste, du point de vue exclusivement historique, à considérer que le dépôt de titres était auparavant un dépôt régulier puisque les titres étaient matérialisés sous la forme papier, c'est-à-dire une chose matérielle. *A fortiori*, certains de ces titres étaient nominatifs, ce qui rendait matériellement impossible une restitution de chose de même nature et de même montant en cas de disparition de la chose initialement déposée³³⁵. Depuis la dématérialisation, cette qualification semblait avoir perdu de sa crédibilité³³⁶. C'est sans compter sur la ténacité de certains auteurs, selon lesquels la nature du dépôt ne découle pas tant du papier qui est utilisé, mais de l'écriture qui symbolise l'existence et la propriété du dépôt. Le passage de l'écriture papier à l'écriture informatique ne leur semble donc pas changer la nature du dépôt, mais uniquement l'objet de leur matérialité. En fait de dématérialisation, c'est de détitrisation dont on doit parler. Cette détitrisation³³⁷, n'emporte de changement, non pas dans la nature des choses, mais dans notre manière d'être. La détitrisation engendre une matérialité de substitution, et la scripturalisation du droit génère sa corporalité³³⁸. « Aux esprits résistants, on expliquera que la substitution du titre par l'écriture n'est que le reflet des progrès de la technique dont le droit doit tenir compte, à peine de désuétude »³³⁹. Si le législateur avait voulu faire de la valeur mobilière un concept abstrait, il se serait prononcé non seulement pour un anéantissement du titre, mais également pour une désinstrumentalisation, pour une défiguration de la valeur, ce dont il s'est abstenu. « C'est précisément pour la solution inverse qu'il a opté, car, une fois encore, force est de constater que l'écriture en compte ne vaut pas dématérialisation, mais

³³⁵ P. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §58

³³⁶ Voir en ce sens Y. GUYON, *Aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*, Revue Société, 1984, page 451

³³⁷ Opérée par la Loi de finance pour 1982, n°81-1160 du 30 décembre 1981

³³⁸ D.-R. MARTIN, *Valeurs mobilières : défense d'une théorie*, Recueil Dalloz, 2001, page 1228

³³⁹ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470

« nouvelle matérialisation »³⁴⁰.

Cet argument est intéressant dans la mesure où il se fonde sur un objectif affiché de la réforme de dématérialisation : ne rien changer au régime applicable aux titres financiers, en dehors du recours au support papier. Ainsi, tout comme les maîtres d'œuvre de la dématérialisation ont souhaité conserver en matière de possession du titre un droit de propriété³⁴¹, ils auraient pu formuler le souhait de voir ce dépôt demeurer un dépôt régulier. Cependant, une telle vision a été tôt rejetée par une partie de la doctrine, considérant que la dématérialisation a véritablement fait perdre tout caractère matériel aux titres, et que dès lors un tel dépôt ne peut être qu'un dépôt irrégulier.

Section 2. Un dépôt irrégulier

53. **Un dépôt fongible.** Le dépôt irrégulier est un mécanisme ancien, puisque déjà connu en droit romain³⁴², où en vertu d'un pacte adjoint *in continenti* un contrat peut excéder sa portée naturelle et produire des effets qu'il ne produirait pas par sa seule force³⁴³. Depuis un décret de 1949, les établissements affiliés dépositaires ou gagistes d'actions ainsi que l'organisme interprofessionnel ont la faculté de restituer aux déposants ou débiteurs, ou à leurs ayants droit des actions au porteur de même nature sans identité de numéro sauf lorsque les déposants ou débiteurs s'y sont opposés³⁴⁴.

³⁴⁰ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470

³⁴¹ M. DUBERTRET, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Paris II, 2002, page 25 ; P. LANGLET, P.-G. MARLY, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre-octobre 2000, page 3

³⁴² J.-P. LEVY, A. CASTALDO, *Histoire du droit civil*, deuxième édition, Dalloz, 2010, §478, page 743

³⁴³ C. ACCARIAS, *Précis de droit romain*, F. PICHON, Paris, 1886, §598, page 261 : « Que si l'on se demande comment une telle convention ne cesse pas absolument d'être un dépôt, c'est que l'argent livré doit toujours être restitué à première réquisition, et qu'il demeure aux risques du créancier tant que le débiteur n'en a pas fait usage ».

³⁴⁴ Décret 49-1105 du 4 août 1949, relatif au régime des valeurs mobilières ainsi qu'aux modalités de

Puisque le dépositaire est en droit de restituer des actions de même nature et en même quantité que les actions qui lui ont été confiées³⁴⁵, il s'agit bien d'un dépôt irrégulier³⁴⁶. De même, toute personne qui confie à un tiers des actions peut stipuler lors de la remise qu'elle s'oppose à ce que lui soient restituées des actions de même nature sans identité de numéro³⁴⁷. Cette stipulation, qui doit être mentionnée sur l'avis constatant la remise des titres, interdit au tiers auquel il a été confié les actions de se prévaloir des dispositions de l'article 9 du décret relatif aux valeurs mobilières³⁴⁸. Cette disposition pourrait tout à fait être le fondement de l'interdiction d'utilisation des actions par le dépositaire, sans l'autorisation expresse du déposant³⁴⁹.

Sur ce point, la Convention d'UNIDROIT apporte quelques précisions quant aux conditions requises pour que les actifs soient interchangeable. L'article 1 j) de cette convention dispose que des titres sont « de même genre » que d'autres titres s'ils sont émis par le même émetteur. Ils doivent en outre faire partie de la même catégorie d'actions ou autres titres de capital, ou bien s'il s'agit de titres autres que des actions ou autres titres de capital, ils sont libellés dans la même monnaie, ont la même valeur nominale et sont considérés comme faisant partie de la même émission³⁵⁰. Se trouvent ainsi posées les conditions de fongibilité des actifs détenus³⁵¹, qui viendraient remettre en

liquidation de la caisse centrale de dépôts et de virement des titres (C.C.D.V.T), article 9

³⁴⁵ C'est donc bien un bien fongible, suivant les critères retenus par H. HUMBERT, *Essai sur la fongibilité et la consomptibilité des meubles*, Paris, 1940

³⁴⁶ Cela correspond d'ailleurs à la nature historique ancienne du dépôt, voir TREYVAUD (P.-A.), *Le contrat de dépôt bancaire*, Lausanne, 1972, pages 100 et suivantes ; O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 107

³⁴⁷ Cette particularité marque la fongibilité. La fongibilité a pourtant fait l'objet de nombreuses interrogations en matière de titres financiers. Mais le législateur l'a tout de même retenue, en suivant le principe suivant lequel la réalité juridique possédait une certaine autonomie par rapport à la réalité objective. Voir P.-G. MARLY, *Fongibilité et volonté individuelle, Étude sur la qualification juridique des biens*, Paris I, 2002, pages 32 et suivantes

³⁴⁸ Décret 49-1105 du 4 août 1949, relatif au régime des valeurs mobilières ainsi qu'aux modalités de liquidation de la caisse centrale de dépôts et de virement des titres (C.C.D.V.T), article 10

³⁴⁹ Voir *infra*

³⁵⁰ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 1 j)

³⁵¹ En tout cas par rapport aux critères historiques de la fongibilité. Voir par exemple H. HUMBERT, *Essai sur la fongibilité et la consomptibilité des meubles*, Paris, 1940 ; A. LAUDE, *La fongibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 307

cause la théorie d'un dépôt régulier exposée précédemment³⁵².

54. **De la particularité du titre nominatif.** Quant à l'identification des titres financiers de manière nominative, il semblerait que l'argument ne soit pas totalement convaincant. Une explication peut être tentée sur ce point. Elle consisterait à reconnaître qu'en la matière, le caractère nominatif a pour fonction d'identifier la possession, et non de déterminer une spécificité à l'objet possédé³⁵³. En effet, apposer son nom sur une chose possède deux utilités : instituer d'une part que « ceci est à moi », et d'autre part que « je le sais car je reconnais cet objet ». Prenons un objet simple comme une table. Déterminer qu'elle est nôtre signifie que l'on en est propriétaire, mais également que l'on peut l'identifier à l'exclusion de toutes les autres tables, parce que l'on connaît sa forme, sa couleur, le bois dont elle est composée, etc. Mais une telle possession ne peut s'appliquer que pour des biens non fongibles. En matière de biens fongibles, la matière première bois par exemple, il serait inconcevable de considérer que telle matière première nous appartient parce qu'on la reconnaît. Le bien fongible est objet de propriété uniquement pour sa nature et sa valeur, non pour son identité ou sa particularité³⁵⁴. En d'autres termes, il s'agirait ici d'un *intuitu rei*, variation de l'*intuitus personæ* appliquée aux choses, et qui ne trouverait pas à s'appliquer en matière de biens fongibles³⁵⁵.

Or c'est précisément le cas en matière de titres financiers nominatifs. Le propriétaire n'a aucun lien particulier ou personnel avec les titres qu'il possède. Le seul

³⁵² J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 49

³⁵³ Cette supposition peut être déduite de J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §14, page 9 : « C'est à partir du registre que sont établis les titres, appelés d'ordinaire « certificats nominatifs », ce qui rend bien compte de leur rôle : ils permettent de justifier de la qualité d'actionnaires ou d'obligataires, mais ne sont pas des titres de propriété et leur remise seule ne transmet pas cette qualité, un transfert sur les registres de la société émettrice étant indispensable à cet effet, puisqu'aux termes de l'article 1er du décret de 1955, « les droits du titulaire d'un titre nominatif sont établis par une inscription sur les registres de la personnes morale émettrice » ».

³⁵⁴ G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 63

³⁵⁵ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 387

aspect qui entre ici en ligne de compte est la nature et le montant des titres en questions³⁵⁶. Ainsi, le caractère nominatif sert uniquement à déterminer que l'investisseur possède tant de titres d'une telle valeur, et non qu'il possède un lien particulier avec ce titre-là exclusivement. Si tous ses titres nominatifs étaient supprimés, et que son nom était apposé sur une même quantité de titres de même nature et de même montant, le propriétaire considérerait certainement que sa situation est inchangée. Il s'agit bien d'une expérience de fongibilité des titres financiers³⁵⁷, même lorsqu'ils sont nominatifs.

55. **Un dépôt irrégulier reconnu.** Même si quelques contestations demeurent, le courant majoritaire de la doctrine considère que le dépôt de titres financiers est un dépôt irrégulier, doté d'une fongibilité des titres au moins partielle et sous conditions³⁵⁸. C'est également la conception la plus logique et la plus raisonnable, et celle qui sera retenue tout au long de cette étude. Mais en pareille situation, la question du transfert de propriété demeure problématique au regard des missions du dépositaire de titres financiers³⁵⁹.

56. **Le transfert de propriété.** Il est à remarquer ici que le caractère de fongibilité des titres financiers³⁶⁰ apporte une particularité à la qualification du transfert de la chose³⁶¹. En effet, il sera développé ultérieurement qu'en matière de dépôt, le dépositaire ne se voit pas transférer la propriété de la chose ou encore sa possession³⁶²,

³⁵⁶ D. AIRAULT, M.-A. FRISON-ROCHE, J. REVUZ, *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64

³⁵⁷ Nous retrouvons ici les conditions historiques de la fongibilité. Voir H. HUMBERT, *Essai sur la fongibilité et la conscriptibilité des meubles*, Paris, 1940

³⁵⁸ A. LAUDE, *La fongibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 307

³⁵⁹ Voir de manière générale sur le transfert de propriété, A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, pages 18 et suivantes

³⁶⁰ F. BARRIERE, *Cotation et négociation d'instruments financiers non-fongibles*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2008, n°2, page 174 : « Traditionnellement, l'admission aux négociations d'instruments financiers sur une même ligne de cotation d'un marché réglementé supposait leur fongibilité ».

³⁶¹ P.-A. TREYVAUD, *Le contrat de dépôt bancaire*, Lausanne, 1972, pages 109 et suivantes, et pages 123 et suivantes

³⁶² R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

sinon il serait dans la situation d'un prêt plutôt que dans celle du dépôt³⁶³. Or dans le dépôt irrégulier, le dépositaire a reçu le droit de disposer de la chose, à charge d'en rendre une semblable³⁶⁴. Par conséquent, le dépôt irrégulier ne se conçoit que pour les choses fongibles³⁶⁵. Par ce contrat, le dépositaire acquiert la propriété de la chose reçue et le déposant n'a plus qu'un droit de créance³⁶⁶. En l'espèce, depuis la dématérialisation opérée en 1981, les titres financiers sont effectivement des choses de genre³⁶⁷. La spécificité du régime du dépôt irrégulier tient à ce qu'il emporte le transfert de propriété au profit du dépositaire du fait de la fongibilité de la chose qui lui est remise³⁶⁸. Celle-ci se fonde dans son patrimoine si bien que, n'étant plus individualisable³⁶⁹, elle ne peut plus être identifiée comme objet de droit³⁷⁰ dont le déposant serait titulaire³⁷¹. Quant au déposant, « son droit réel sur la chose s'éteint, faute d'assiette individualisée. En retour, il acquiert un droit de créance contre le dépositaire ayant pour objet une chose équivalente à celle déposée »³⁷²³⁷³. Cette particularité du dépôt irrégulier a été mise en avant au sujet de fonds déposés, par un arrêt de la Cour de cassation du 7 février 1984³⁷⁴. Le dépôt en banque de sommes

³⁶³ Cass. Com., 22 novembre 1988 ; Bull. Civ. IV, n°322, page 216 ; Bull. Joly 1989.84. Cass. Com., 23 novembre 1993, Bull. Civ. IV, n°431, page 313 ; Bull. Joly 1994, page 93, note de D. LEPELTIER ; Droit des Sociétés 1994, n°41, observations de H. HOVASSE ; Petites Affiches, 3 mai 1996, page 9, note de H. CAUSSE. Cass. Com., 22 février 1994, RJDA 7/94, n°812 ; Cass. Com. 22 octobre 2002 ; Juris-data 2002-016193. Cass. Com. 20 avril 1977 ; Bull. Civ. I n°182, page 143 ; Dalloz 1978 IR page 102, observations VASSEUR

³⁶⁴ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1071

³⁶⁵ A. BENABENT, *op. cit.*, §1073 ; H. HUMBERT, *Essai sur la fongibilité et la consomptibilité des meubles*, Paris, 1940

³⁶⁶ A. BENABENT, *op. cit.*, §1076

³⁶⁷ B. BEAUFILS, J.-P. GUIMBERT, G. PY, B. RICHARD, C.-H. TAUFFLIEB, *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*, deuxième édition, Revue Banque Editeur, 1988, page 102 ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109

³⁶⁸ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

³⁶⁹ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 49

³⁷⁰ M. FABRE-MAGNAN, *Propriété, patrimoine et lien social*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1997, page 583

³⁷¹ Voir notamment P. GISSINGER, A. GAUVIN, *Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers*, Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, n°75, page 133

³⁷² P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 554

³⁷³ Voir également en ce sens : A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1075

³⁷⁴ « Mais attendu d'abord que le texte invoqué par la première branche du moyen signifie que c'est lors de leur remise à la caisse que les fonds sont présumés appartenir au déposant, ce qui a pour effet de

d'argent ou de titres (puisqu'ils sont dématérialisés) est la plus importante application du dépôt irrégulier³⁷⁵. La nature particulière des titres financiers autoriserait donc le transfert de propriété pour toute la durée du dépôt³⁷⁶.

57. **Un dépôt irrégulier sans propriété ?** On pourrait s'interroger sur la nature du dépôt en l'envisageant sous l'angle de la pratique et du droit commun du dépôt. Le droit civil reconnaît l'existence d'un dépôt irrégulier portant sur des biens fongibles³⁷⁷ voire consommables³⁷⁸. Le caractère de ces biens étant le fait que le dépositaire ne peut restituer la chose exacte qui lui a été remise mais une chose semblable³⁷⁹, une autre chose de même nature et de même montant. Historiquement, le dépôt d'une chose fongible interdisait donc par principe la restitution sous forme monétaire : puisque la chose était fongible, elle était par principe toujours disponible. C'est une jurisprudence³⁸⁰ ancienne soutenue par la doctrine³⁸¹ qui a autorisé cette restitution monétaire. Elle est désormais couramment pratiquée.

En matière de dépôt irrégulier, le dépositaire bénéficie d'un transfert de propriété de la chose déposée³⁸² lui permettant de se servir de la chose³⁸³. Or cette opportunité pose

dispenser la caisse d'exiger de ses clients des justifications quant à la propriété et à l'origine des fonds, mais qu'il ne déroge pas à la règle que, dès l'instant de leur remise, les espèces, étant des choses de genre, deviennent propriété de la caisse à l'égard de laquelle le client ne dispose plus que d'un droit de créance », Cour de cassation, Première chambre civile, 7 février 1984, n° 82-16655. Voir également J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109.

³⁷⁵ P. LE TOURNEAU, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2008/2009, §6271

³⁷⁶ A. COURET, H. LE NABASQUE, *Valeurs mobilières, Augmentations de capital*, Editions Francis Lefebvre, 2004, pages 188-189

³⁷⁷ Voir P.-G. MARLY, *Fongibilité et volonté individuelle, Étude sur la qualification juridique des biens*, Paris I, 2002, pages 182 et suivantes

³⁷⁸ H. HUMBERT, *Essai sur la fongibilité et la consommabilité des meubles*, Paris, 1940

³⁷⁹ Par opposition à la restitution *in specie* en matière de dépôt régulier : G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, Sirey, deuxième édition, 1900, §1089, page 561

³⁸⁰ Cass. Com., 3 décembre 1957, Bull. III, n°331 ; Cour d'Appel Agen, 27 février 1985, D. 1987.293

³⁸¹ M. VASSEUR, Revue Droit, 1987, page 293 ; P. VEAUX-FOURNERIE, *Fongibilité et subrogation réelle*, in *Le gage commercial*, 1953, page 138

³⁸² B. GIZARD, H. de VAUPLANE, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Revue Banque, mars 1994, page 66

³⁸³ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 367

problème en matière de titres financiers, puisque le dépositaire ne possède pas le droit de disposer des titres et de les utiliser à sa guise³⁸⁴. Dès lors, est-ce que le dépôt demeure un dépôt irrégulier particulier ? La conviction demeure forte quant au fait que le dépôt de titres est bien un dépôt irrégulier, défini comme celui qui, portant sur une chose de genre, oblige le dépositaire à restituer, non la chose remise elle-même, mais une chose équivalente³⁸⁵. Mais force est de constater qu'il ne transfère pas la propriété des titres au dépositaire, mais simplement leur détention³⁸⁶. « Il s'ensuit que la charge des risques est transférée au dépositaire (*res perit domino*³⁸⁷) qui restera tenu de son obligation de restitution malgré la perte de la chose (*genera non pereunt*³⁸⁸). En revanche, son droit de propriété s'étant éteint, le déposant ne peut plus agir en revendication. Il est simple créancier du dépositaire »³⁸⁹. Le transfert du risque serait-il dès lors la clef de l'énigme ?

Section 3 . Du transfert de risque

58. **Le transfert de risque.** Du débat concernant le dépôt régulier et le dépôt irrégulier émerge une autre problématique, celle du transfert de risque. La nature du dépôt a certes une incidence sur un éventuel transfert de propriété des titres au

³⁸⁴ R. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §68 ; A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1044. S'il utilise les actifs déposés néanmoins, il commet un *furtum usus* et peut voir engagée sa responsabilité : A.-E. GIFFARD, R. VILLERS, *Droit romain et ancien droit français (obligations)*, quatrième édition, Dalloz, 1976, §147, page 92

³⁸⁵ P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 554 ; O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 107

³⁸⁶ Voir *supra*

³⁸⁷ Voir en ce sens S. PORCHY-SIMON, (2014), *Droit civil 2e année Les obligations*, huitième édition, Hypercours Dalloz, 2014, §550 et suivants, page 277 ; A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1077 ; P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 465 ; C. DUMOULIN, *Opera quae extant omnia*, 1681, page 17

³⁸⁸ C. BRUNETTI-PONS, *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003, page 56

³⁸⁹ P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 555

dépositaire³⁹⁰. Mais si transfert il y a, c'est alors le dépositaire qui assume le risque de disparition de la chose déposée³⁹¹, puisqu'il en a la propriété³⁹². Par principe *res perit domino*, le risque de perte de la chose pèse sur le déposant, propriétaire³⁹³. « Mais cette règle est inversée puisque le dépositaire assume cette obligation : *res perit debitori* »³⁹⁴. Si en revanche il ne s'agit que d'un dépôt régulier, alors le propriétaire initial conserve la propriété de la chose et le risque de disparition³⁹⁵.

59. **Un débat inversé.** Devant une telle incertitude quant à la nature du dépôt, la question du transfert de risque peut-elle aider à trancher ? En effet, du point de vue du droit civil au sens strict, le dépôt de titres financiers oscille entre dépôt régulier et dépôt irrégulier. Mais du point de vue de la pratique, la question de la prise de risque est économiquement définie³⁹⁶. Il serait aisé de supposer que c'est la quantité de risque attribuée à l'opération qui pourrait déterminer la nature du dépôt³⁹⁷. Si l'investissement en bourse est considéré comme une entreprise comportant un risque, alors le déposant assume le risque de perte de la chose, il conserve la propriété des titres en toutes circonstances, et le dépôt est qualifié de régulier³⁹⁸. Si au contraire l'investissement sur les marchés financiers est une activité plus sécurisée, le risque ne repose pas sur les épaules du déposant mais sur celles du dépositaire qui assure la perte de la chose en cas de

³⁹⁰ Voir en ce sens H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

³⁹¹ Ö. CELEBI, *La répartition des risques dans le contrat*, Paris, 2010, page 402

³⁹² D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 371

³⁹³ R. JUAN-BONHOMME, *Le transfert de risque dans la vente de meubles corporels*, Montpellier, 1978, Première partie ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109

³⁹⁴ D. MAINGUY, *op. cit.*, page 373. Voir également P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 463

³⁹⁵ Un parallèle est possible avec le transfert de risque en matière de titrisation de crédit, voir M. AGLIETTA, S. RIGOT, *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, mars 2009, pages 30 et suivantes ; T. GRANIER, C. JAFFEUX, *La titrisation, Aspects juridique et financier*, deuxième édition, Economica, 2004, première partie

³⁹⁶ R. SIEBEL, *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27

³⁹⁷ Voir notamment Ö. CELEBI, *La répartition des risques dans le contrat*, Paris, 2010, page 23

³⁹⁸ R. JUAN-BONHOMME, *Le transfert de risque dans la vente de meubles corporels*, Montpellier, 1978, Première partie ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109

survenance du risque³⁹⁹, la propriété des titres lui est confiée⁴⁰⁰, et le dépôt devient alors un dépôt irrégulier.

Mais qu'en est-il en pratique ? Est-ce que la prise de risque initiale du propriétaire des titres suit l'existence des titres, peu importe entre quelles mains elles se trouvent⁴⁰¹ ? Dès lors, le dépositaire peut-il ne pas être tenu pour responsable de la disparition des titres puisque le propriétaire assume cette disparition par ses choix-mêmes d'investissement ? Ces questions ouvrent une voie dangereuse, bien que simple et efficace. Obtenir un dépôt dont la nature juridique correspondrait à la réalité économique est une grande tentation, mais ce serait aller à l'encontre de la logique juridique⁴⁰², selon laquelle la nature de l'objet détermine le régime applicable, et non l'inverse. Si tel était le cas, la source civiliste serait considérablement mise à mal.

60. **L'évaluation des risques.** Quant à l'évaluation du risque pris par l'actionnaire dans un tel investissement, nous verrons ultérieurement qu'il n'est pas identique, pour un produit déterminé, suivant les pays où les actifs sont émis⁴⁰³. Si certains droits considèrent qu'il revient au dépositaire de supporter la charge de la perte des actifs, d'autres législations l'exonèrent d'une telle charge⁴⁰⁴. Se servir du niveau de risque et de la désignation d'un responsable en cas de perte reviendrait donc à établir, suivant les pays, des cas de dépôts réguliers et de dépôt irréguliers, alors qu'économiquement et matériellement les actifs analysés seraient tous de même nature⁴⁰⁵.

Cette nécessité d'harmonisation est un sujet récurrent, qui est rappelé dans

³⁹⁹ Voir C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indiciaire face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciaires actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 30

⁴⁰⁰ En vertu d'un réel transfert de propriété, voir M. WAELBROECK, *Le transfert de la propriété dans la vente d'objets mobiliers corporels en droit comparé*, Bruylant, 1961, page 50

⁴⁰¹ C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indiciaire face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciaires actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 30

⁴⁰² Ö. CELEBI, *La répartition des risques dans le contrat*, Paris, 2010, page 25

⁴⁰³ B. DUMAS et B. ALLAZ, *Les titres financiers : équilibre du marché et méthodes d'évaluation*, PUF, 1er janvier 1995

⁴⁰⁴ P. BARNETO, G. GREGORIO, *DSCG 2 – Finance*, quatrième édition, Dunot, 2013, page 44

⁴⁰⁵ Voir infra

presque tous les documents récents^{406 407}. Cependant, le European Trustee & Depositary Forum admet toute la difficulté d'un processus d'harmonisation, puisque chaque État possède désormais un système plus ou moins complet et établi, et que toute modification pourrait potentiellement venir à l'encontre de ces systèmes et être remise en cause devant les juridictions civiles ou administratives de chaque État⁴⁰⁸. Le forum reconnaît par là même l'ampleur de la tâche que représente l'harmonisation du régime, et la nécessaire adaptation de toute réglementation à cette nouvelle unicité. Mais il est de l'avis général qu'une telle harmonisation est indispensable au bon fonctionnement du système global à court et long terme⁴⁰⁹. L'objectif principal de toutes ces réformes demeure de rendre les OPCVM plus attractifs et plus simples⁴¹⁰. En définitive, il faudrait presque que les OPCVM aient l'apparence de produits sans risque⁴¹¹, bien que la Cour de cassation semble retenir que l'ignorance de ce risque est de plus en plus difficile à prouver⁴¹². A

⁴⁰⁶ Voir en ce sens le document du European Trustee & Depositary Forum dénommé Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary : « According to Article 22(1) of the UCITS Directive, « a common fund's assets must be entrusted to a depositary for safe-keeping ». As mentioned in the consultation paper, the Directive does not define the meaning of « safe-keeping » and we believe it is important to define further this concept taking into consideration the diversity of the asset classes as well as the various market practices as set or imposed by the industry players ». European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, I. A. i. Overview

⁴⁰⁷ Voir également « Further harmonisation of supervision and cooperation by European regulators of depositary activities will be beneficial to the fund industry, especially in case of products subject to cross-border distribution. We would expect the divergences in interpretation between the EU and local Fund regulations (e.g. civil law) to be one of the most fundamental issues to address ». European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, V. B. Supervision by national regulators

⁴⁰⁸ « Last but not least, the ETDF recognises that whilst the responsibility regime around the Depositary function needs to be clarified, it is important to keep in mind that any decision taken by authorities can be challenged by taking the case to the courts, whom will ultimately have to consider, not only the pure securities law, but also elements of civil and administrative codes ». European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, II. Responsibility regime

⁴⁰⁹ Rapport supervisé par Jacques De Larosière, (25 février 2009), The high-level group on financial supervision in the EU, Bruxelles, page 26 : « Recommendation 9 : With respect to investment funds, the Group proposes to further develop common rules for investment funds in the EU, notably concerning definitions, codification of assets and rules for delegation. This should be accompanied by a tighter supervisory control over the independent role of depositories and custodians ». Voir également dans ce sens P. SCHAMMO, *EU Prospectus Law*, Cambridge University Press, 2011, pages 29 et suivantes

⁴¹⁰ M. CHERIF, *Le capital-risque*, Revue Banque édition, 2008, pages 14 et suivantes

⁴¹¹ Ce qui est loin d'être le cas. Au mieux, l'OPCVM peut être un produit au risque maîtrisé : R. SIEBEL, *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27

⁴¹² Voir en ce sens G. VINEY, *La faute de l'investisseur en bourse « non averti » justifiant un partage de responsabilité avec l'intermédiaire financier qui a manqué à ses obligations de mise en garde et de conseil*, Revue des Contrats, juin 2015, n°2, page 235. Voir également Cass. Com., 4 novembre 2014,

défaut, ce sont les professionnels du système qui vont assumer tous les risques encourus⁴¹³.

61. **Conclusion du Chapitre III.** Le dépôt de titres financiers est bien un dépôt irrégulier. Même si la question du transfert de propriété et de la charge du risque n'est pas encore tranchée⁴¹⁴ et fera l'objet de développements ultérieurs, la nature du dépôt est désormais bien connue. Même en matière de titres nominatifs, les titres financiers sont des biens fongibles⁴¹⁵, caractérisés uniquement par leur nature et leur valeur, et tout naturellement objet d'un dépôt irrégulier. Dans la perspective du droit commun, le dépôt de titres financiers entre donc déjà dans une catégorie particulière, qui l'éloigne un peu plus de la base initiale.

62. **Conclusion du Titre I.** Les titres financiers sont finalement assez simples à identifier hors du contexte du dépôt. Ce sont des instruments financiers particuliers⁴¹⁶, proches des valeurs mobilières. Historiquement bien matériels, la loi de dématérialisation a changé leur corporalité sans altérer le droit de propriété acquis⁴¹⁷, mais en modifiant uniquement le mode de transmission des actifs. En outre, les titres financiers sont des biens fongibles, et leur dépôt est par nature un dépôt irrégulier.

n°13-24196

⁴¹³ S. CHAKER, *Cross-border fund distribution operations : Making investment funds easily accesible to global investors, A wake up call*, Journal of Securities Operations & Custody, February 2011, Volume 4, Number 1, page 36 : « As new fund distribution opportunities emerge, it is curcial that the cross-border fund industry supports an environment in which investment funds can compete on a level playing field with other asset clases such as equities and exchange traded funds (ETFs). That means an environment where investment funds are made as easy and efficient to access, trade, settle and reconcile for their global and diverse client base, as it is for other asset classes ».

⁴¹⁴ Voir B. GIZARD, H. de VAUPLANE, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Revue Banque, mars 1994, page 66

⁴¹⁵ D. AIRAULT, M.-A. FRISON-ROCHE, J. REVUZ, *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64

⁴¹⁶ H. CAUSSE, *Titres et instruments financiers, quelle concurrence ?*, Petites Affiches, 28 mars 2002, page 9

⁴¹⁷ M. DUBERTRET, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Paris II, 2002, page 25 ; P. LANGLET, P.-G. MARLY, *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre-octobre 200, page 3

C'est donc une chose très particulière qui fait ici l'objet d'un dépôt. Le droit commun est-il adapté à un tel objet ? Quelles sont les spécificités que les titres financiers vont imposer au mécanisme du dépôt de droit commun ?

TITRE II. LA CONSISTANCE DU DÉPÔT

63. **Introduction.** Le cœur du dépôt réside dans l'obligation qui entoure son objet. Dans un dépôt de droit commun, l'obligation est une obligation de garde ou de conservation de la chose. Cette garde implique que le dépositaire entre en détention de la chose sans en obtenir l'usage⁴¹⁸, et qu'il doit la restituer au déposant⁴¹⁹. Mais au regard des particularités des titres financiers telles qu'elles viennent d'être présentées, leur dépôt implique-t-il une obligation de garde parfaitement identique à celle retenue en droit commun ?

64. **Plan.** Qualifier la consistance du dépôt de titres financiers requiert d'identifier en premier lieu le contenu de l'obligation de garde et de conservation (Chapitre I). A partir de cette notion clef du droit commun, le dépositaire des titres exerce une activité de tenue de compte conservation (Chapitre II), ainsi que d'autres activités qui y sont directement liées : la tenue de position et la tenue de registre (Chapitre III).

⁴¹⁸ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 387

⁴¹⁹ Voir Partie III

Chapitre I. Les notions de garde et conservation

65. **Plan.** Les notions de garde de conservation sont des notions incontournables pour la compréhension du régime de dépôt de titres financiers (Section 1), et le débat sur une définition précise de ces termes est d'une telle ampleur, qu'il peut remettre en cause le terme-même de dépôt (Section 2). En écho avec les développements précédents sur le transfert de propriété, le moment de la garde de la conservation est matérialisé par l'inscription en compte (Section 3).

Section 1. La présentation des notions

66. **Le terme de « garde ».** L'obligation principale du dépositaire de droit commun est l'obligation de garde des biens qui lui ont été confiés. La question de la définition de cette obligation reste entière. Dans la langue française, le terme de « garde » désigne l'action de garder, de tenir sous sa protection, de protéger, de surveiller ou de conserver⁴²⁰. Juridiquement, le débat historique s'est porté sur la distinction entre les termes « garde » et « conservation ». Une hypothèse consiste à retenir qu'au sens actif des mots, on garde une chose lorsqu'on la protège contre des dangers extérieurs, alors qu'on la conserve plutôt lorsque l'on prend les mesures nécessaires pour qu'elle ne se détruise pas ou ne se détériore pas d'elle-même, sous l'influence de sa nature propre ou de vices internes⁴²¹. Or qu'en est-il vraiment en matière de dépôt ? Le dépositaire a-t-il pour simple vocation de veiller à ce que le bien ne périssent ni ne se détériore, ou bien doit-il également le protéger contre toute attaque extérieure ? Ce point est d'autant plus

⁴²⁰ Définition issue du Dictionnaire Larousse

⁴²¹ A. TUNC, *Le contrat de garde*, Paris, 1941, §4, page 9

discutable que la nature immatérielle des titres peut induire en erreur⁴²², car l'hypothèse la plus réaliste consisterait à considérer que la définition exacte de la mission du dépositaire dépend de la nature de l'objet⁴²³. L'usage de chacun de ces deux termes est courant, que ce soit alternativement ou conjointement, en matière de biens matériels. Il en est de même en ce qui concerne les biens immatériels⁴²⁴.

67. **Une obligation active.** Une idée est rapidement écartée de la notion de garde des titres financiers, c'est celle selon laquelle la garde recouperait une obligation d'information continue des risques au déposant⁴²⁵, pour que celui-ci puisse prendre des mesures de sauvegarde de la chose, mesures dépassant les attributions du seul dépositaire. Garder la chose ne signifie pas non plus ne rien faire sur la chose, mais oblige le dépositaire à la conserver. Il doit donc procéder à son entretien et la préserver des risques qu'elle pourrait encourir (vol, dégradations...). Cette obligation se traduit-elle par une obligation d'information du déposant de ces risques afin que ce dernier puisse effectuer un acte de sauvegarde de la chose qui dépasserait les attributions du dépositaire ?⁴²⁶ On songe, par exemple, à un dépôt de titres de société dont le cours s'effondrerait ou alors que la société risque une procédure collective⁴²⁷. La Cour de cassation ne retient pas une telle obligation de renseignement⁴²⁸. L'obligation de garde des actifs est donc d'une nature tout à fait différente. Le dépositaire est tenu, en raison de son obligation de garde, à une vigilance et un entretien de la chose, au moins un entretien normal⁴²⁹. Dès lors, si l'on retient les critères précédents, l'obligation de conservation de

⁴²² F. TERRE, *Le droit et l'immatériel*, Sirey 1999

⁴²³ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 174

⁴²⁴ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

⁴²⁵ F. ROSENFELD, R. HANNOSET, R. SABATIER, *Analyse financière et gestion des valeurs mobilières, I. Analyse des actions des sociétés*, deuxième édition, Dunod, Paris, 1992, page 20

⁴²⁶ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, pages 372-373

⁴²⁷ F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997, pages 132 et suivantes

⁴²⁸ Cass. Com., n° 88-17.291, 9 janvier 1990

⁴²⁹ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 516, §880

la chose découlerait naturellement de l'obligation de garde par le dépositaire⁴³⁰. La garde effectuée dans des conditions normales imposerait *a minima* une obligation de conservation de la chose déposée⁴³¹.

68. **Le terme de conservation.** Étymologiquement, la conservation traduit l'idée d'une activité exercée « avec soin »⁴³². Outre la définition de droit commun, le terme de « conservation » est d'usage courant en matière de titres financiers. Il a pu faire l'objet d'une définition plus précise dans ce contexte particulier. Par exemple, « conserver » peut consister d'une part à tenir une comptabilité « clients » de laquelle résulteront les comptes-titres. Il découlera de ces comptes la preuve de la propriété du titulaire du compte titres sur les titres financiers qui y sont inscrits. D'autre part, il s'agit de faire conserver les avoirs correspondants auprès d'un dépositaire central⁴³³, un émetteur ou un autre intermédiaire (cas habituel en matière de titres étrangers)⁴³⁴. Cette conception est très éloignée de l'idée d'une conservation protégeant l'objet de sa propre détérioration. Une autre opinion consistait à considérer que dans l'esprit traditionnel commun « garder » s'oppose à « conserver » : « on garde une personne ou une banque tandis que l'on conserve une chose corporelle qu'il s'agit de maintenir en état. Par ailleurs, la notion de « garde » évoque davantage en Droit la responsabilité des dommages causés par la chose que le risque des dommages subis par elle »⁴³⁵. Une vision claire de l'étendue

⁴³⁰ T. BROWN, R. PAROLAI, *L'analyse juridique de l'activité de conservation globale*, Banque et Droit, mai-juin 1995, page 27

⁴³¹ Voir en ce sens, A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, page 501

⁴³² C. BRUNETTI-PONS, *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003, page 18 : « Lorsqu'on avait recours au mot « conservation », c'était pour tenir compte de ce que le dépositaire était assujéti, outre à la surveillance, à l'administration de soins ». Cette définition est reprise par l'article 1927 du Code civil : « Le dépositaire doit apporter, dans la garde de la chose déposée, les mêmes soins qu'il apporte dans la garde des choses qui lui appartiennent ». Voir G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1054, page 548

⁴³³ F.-C. JEANTET, *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161

⁴³⁴ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

⁴³⁵ C. BRUNETTI-PONS, *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003, page 43

de cette conservation était d'autant plus difficile à obtenir, car le terme de « safekeeping », utilisé dans les directives européennes, n'a jamais fait l'objet d'une traduction harmonisée dans les différentes langues de transposition⁴³⁶. L'intervention du législateur français pour mettre fin à cette confusion semblait impérative.

69. **La fin du débat.** Le législateur a tranché : l'ordonnance du 25 juillet 2013⁴³⁷ établit la corrélation entre les deux termes. Désormais, le terme de « garde » est le terme générique s'appliquant à tous les dépôts de titres financiers. Cette garde est qualifiée de tenue de compte « conservation » lorsque les instruments financiers sont inscrits en compte chez le dépositaire, alors qu'elle est qualifiée de « tenue de position » pour les OPCVM coordonnés, et de « tenue de registre » pour les FIA, en ce qui concerne les autres actifs⁴³⁸.

70. **Le cas particulier du dépôt immatériel.** Faut-il pour autant exclure la notion de garde en matière de dépôt immatériel. Certains auteurs estiment qu'on ne peut exercer une véritable garde que sur une chose corporelle considérée en tant que telle, c'est-à-dire dans son corpus, dans sa matière⁴³⁹. En effet, on peut considérer ici

⁴³⁶ Parmi les grands chantiers de la directive AIFM, la définition des missions du dépositaire est l'un des problèmes soulevés. Dans le projet de la directive AIFM, l'article 17 propose une définition de cette mission. Voir en ce sens l'article 17 : « 1. For each AIF it manages, the AIFM shall ensure that a depositary is appointed to fulfil, where relevant, the following tasks : (a) receive all payments made by investors when subscribing units or shares of an AIF managed by the AIFM and book them on behalf of the AIFM in a segregated account ; (b) safe-keep any financial instruments which belong to the AIF ; 2. verify whether the AIF or the AIFM on behalf of the AIF has obtained the ownership of all assets the AIF invests in ». Ce premier apport à une définition de la mission du dépositaire reprend les bases de la missions, mais sous un angle différent. Cette mission consiste donc, pour la directive AIFM, à recevoir les paiements et les enregistrer dans un compte à part, au nom du FIA, effectuer la conservation de tout instrument financier lui appartenant, et vérifier que le FIA possède effectivement le titre de propriété de ces instruments. On peut dès à présent remarquer que cette définition n'apporte aucune précision sur la nature réelle du terme anglais de « sake-keeping », et que les missions ici présentées le sont de manière très schématique. Il ne s'agit ici, à nouveau, que d'une initiative d'harmonisation des régimes au niveau européen, raison pour laquelle chaque notion n'est définie que globalement. Cette première ébauche n'a donc pour vocation que de poser les bases du régime applicable.

⁴³⁷ Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

⁴³⁸ Voir *infra*

⁴³⁹ A. TUNC, *Le contrat de garde*, Paris, 1941, §5, page 11

que la consistance de l'obligation du dépositaire ne réside plus tant dans une mission de garde, mais dans une mission de conservation telle qu'elle a été définie précédemment : le dépositaire doit s'assurer que les titres financiers ne périssent pas au cours de leur gestion, qu'ils ne disparaissent pas au fur et à mesure des opérations menées, ce qui justifie la mission de contrôle du dépositaire d'OPCVM⁴⁴⁰. Cependant, en pratique, l'usage du terme « garde » en ce qui concerne des choses incorporelles est courant⁴⁴¹. Il semblerait que la distinction ne soit pas apparente au point de bannir l'usage de la garde au profit des choses incorporelles⁴⁴².

71. **La diversité des termes employés.** L'enjeu concernant le terme employé par les textes juridiques en matière d'OPCVM est de taille, puisque le choix du lexique permet d'induire certaines règles propres à chaque terme, et ainsi autorise un début de cohésion des régimes d'application des dépositaires⁴⁴³. A titre d'exemple, le droit américain ne connaît pas véritablement cette distinction entre la garde et la conservation⁴⁴⁴. Le terme employé concernant les obligations du dépositaire envers les différents actifs financiers est celui de « maintenir », qu'il serait hasardeux de traduire directement par le terme « maintenir »⁴⁴⁵. L'intermédiaire remplit sa mission s'il l'exécute avec respect, comme convenu avec le propriétaire des titres, et dans l'absence d'accord,

⁴⁴⁰ Voir *infra*

⁴⁴¹ R. SAVATIER, *Essai d'une présentation nouvelle des biens incorporels*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1958, page 331

⁴⁴² Il est également possible de déduire cette admission du fait que même le droit romain acceptait que les choses incorporelles puissent faire l'objet d'une possession. Si la possession est possible, alors il en va de même pour la garde. Voir A. PELISSIER, *Possession et meubles incorporels*, Montpellier, 2001, §35, page 25 : « A côté de la possession proprement dite (*possessio rei*), applicable seulement au droit de propriété et dont l'objet du *corpus* possessoire est une chose corporelle, les juristes romains en vinrent à admettre, pour les besoins de la pratique, que la possession pouvait s'appliquer à des choses incorporelles. Il convient de noter que l'acception de cette expression a subi une importante évolution depuis le droit romain jusqu'à nos jours, puisqu'en droit romain les choses incorporelles ne désignaient que des droits, alors qu'actuellement, des biens à proprement parler sont compris dans cette catégorie ».

⁴⁴³ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 174

⁴⁴⁴ F. ALLEN, A.-M. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, 2001, page 1461

⁴⁴⁵ J.-C. FAFFA, *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine*, Cujas, Paris, 1963, pages 239 et suivantes

s'il exerce un « due care » en accord avec les pratiques commerciales standard^{446 447}. De même, en cas de délégation de la mission de tenue de compte conservation, un sous-conservateur a le contrôle d'un compte de dépôt lorsqu'il est la banque dans laquelle le compte de dépôt est ouvert. L'organisme, le dépositaire et cette banque doivent avoir convenu que cette dernière se conformerait aux instructions du propriétaire, qui devient son client en vertu du compte de dépôt. Dès lors, le sous-conservateur est réputé avoir « le contrôle », que l'on peut rapprocher ici du terme français de « garde », alors que le propriétaire conserve la gestion des actifs⁴⁴⁸. La notion de garde peut connaître ainsi de multiples variations, non seulement en droit national, mais également à travers les différentes traductions dans les autres droits applicables.

72. **Une conception constante.** Cependant, certains aspects clefs de la garde se retrouvent de manière constante dans toutes les conceptions de la garde et de la conservation. En effet, apporter un soin particulier à cette conservation est omniprésent

⁴⁴⁶ « (a) A securities intermediary shall promptly obtain and thereafter maintain a financial asset in a quantity corresponding to the aggregate of all security entitlements it has established in favor of its entitlement holders with respect to that financial asset. The securities intermediary may maintain those financial assets directly or through one or more other securities intermediaries. (b) Except to the extent otherwise agreed by its entitlement holder, a securities intermediary may not grant any securities interests in a financial asset it is obligated to maintain pursuant to subsection (a). (c) A securities intermediary satisfies the duty in subsection (a) if : (1) the securities intermediary acts with respect to the duty as agreed upon by the entitlement holder and the securities intermediary ; or (2) in the absence of agreement, the securities intermediary exercises due care in accordance with reasonable commercial standards to obtain and maintain the financial asset. (d) This section does not apply to a clearing corporation that is itself the obligor of an option or similar obligation to which its entitlement holders have security entitlements ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-504

⁴⁴⁷ Le (a) de l'article 8-504 du Uniform Commercial Code rappelle, de manière comparable au droit français, que l'intermédiaire doit en permanence avoir en sa possession une quantité et une nature d'actifs égales à ce qui lui a été confié. De même, ce (a) rappelle, comme le droit français, que l'intermédiaire peut détenir directement ou indirectement les actifs. Ainsi, l'évocation d'une éventuelle chaîne d'intermédiation de sous-conservateurs apparaît de manière indicative, sans plus de prévisions qu'en droit français.

⁴⁴⁸ « SECTION 9-104. CONTROL OF DEPOSIT ACCOUNT.(a) Requirement for control. A secured party has control of a deposit account if :(1) the secured party is the bank with which the deposit account is maintained ; (2) the debtor, secured party, and bank have agreed in an authenticated record that the bank will comply with instructions originated by the secured party directing disposition of the funds in the deposit account without further consent by the debtor ; or (3) the secured party becomes the bank's customer with respect to the deposit account. (b) Debtor's right to direct disposition. A secured party that has satisfied subsection (a) has control, even if the debtor retains the right to direct the disposition of funds from the deposit account ». Uniform Commercial Code, article 9, section 9-104

dans toutes les définitions⁴⁴⁹. En droit américain, la notion de « due care » implique que l'intermédiaire doit conserver au mieux les actifs confiés⁴⁵⁰. Cette expression n'est pas sans rappeler celle de « due diligence » du droit européen⁴⁵¹. Là encore, les deux systèmes font preuve d'une certaine ressemblance et d'une homogénéité dans la mission de garde⁴⁵².

73. **Le choix du droit français.** La traduction française de la directive OPCVM retient pour obligation le terme de « garde des actifs » de l'OPCVM, mais sans préciser ce que recouvre cette notion. Sans plus de précision, cette directive expose que : « La garde des actifs du fonds commun de placement doit être confiée à un

⁴⁴⁹ Elle est inhérente à la notion de dépôt selon P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 386 : « [Le dépositaire] est tenu d'apporter à cette garde le même soin qu'il apporte à la garde des siennes ».

⁴⁵⁰ F. ALLEN, A.-M. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, 2001, page 1461

⁴⁵¹ P.-E. PARTSCH, *Droit bancaire et financier européen*, Larcier, 2009 ; J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

⁴⁵² C'est également le cas en matière de FIA. La nécessité d'une base harmonisée en matière de responsabilité du dépositaire de FIA est appelée des vœux des rédacteurs de la directive, notamment en ce qui concerne le droit d'un dépositaire opérant dans un État membre de fournir ses services dans un autre État membre. Voir la directive 2001/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2001, dite Directive AIFM, Considérant « (15 sexes) : « La Commission est invitée à étudier la possibilité de présenter une proposition législative appropriée, à caractère horizontal, qui précise les responsabilités et les obligations d'un dépositaire et régit le droit d'un dépositaire opérant dans un État membre de fournir ses services dans un autre État membre ». Mais la directive reprend cependant les grandes lignes de la responsabilité du dépositaire, en rappelant par exemple que le dépositaire est responsable du suivi adéquat des flux financiers du fonds alternatif et, plus particulièrement de veiller à ce que les fonds de l'investisseur et l'argent appartenant au fonds ou, le cas échéant, au gestionnaire agissant au nom du fonds, soient bien inscrits sur des comptes ouverts au nom du fonds alternatif ou au nom du gestionnaire agissant au nom du fonds alternatif ou au nom du dépositaire agissant au nom du fonds alternatif. Il assure la garde des actifs du fonds alternatif, y compris la conservation des instruments financiers qui peuvent être inscrits sur un compte de titres ouvert dans les livres du dépositaire et de tous les instruments financiers livrés physiquement au dépositaire (voir F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998, page 59), et la vérification de la propriété de tous les autres actifs par le fonds alternatif ou le gestionnaire au nom du fonds alternatif (Directive 2001/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2001, dite Directive AIFM, Considérant 15 septies). Ces quelques règles n'apportent pas vraiment une nouveauté au thème de la responsabilité des dépositaires, puisqu'il s'attache uniquement à la responsabilité dans le cadre des activités inhérentes à la fonction du dépositaire. Le point capital de sa responsabilité en cas de délégation de fonctions sera exposé ultérieurement. Le régime est donc identique à celui applicable en matière d'OPCVM.

dépositaire »⁴⁵³, ou encore que « la garde des actifs d'une société de gestion doit être confiée à un dépositaire »⁴⁵⁴. Il faut s'interroger sur un réel engagement dans le choix de ce terme, pour deux raisons : la première se fonde sur la conviction que la mission du dépositaire correspond bien à une garde telle qu'elle a été définie précédemment, et avec toutes les conséquences que cette utilisation peut engendrer, la deuxième est un impératif de traduction de la directive, dans laquelle le terme anglais aurait trouvé sa plus proche ressemblance dans celui de garde⁴⁵⁵. Les raisons de ce choix ne sont malheureusement pas évoquées. Cependant, bien qu'ils soient une transposition directe de cette directive, les articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier semblent plutôt se référer à une notion de conservation des actifs⁴⁵⁶. Le lexique applicable aux actifs des OPCVM n'est pas encore harmonisé, à en croire l'emploi encore fréquent des deux termes « garde » et « conservation ».

74. **Conclusion de la Section 1.** Quoi qu'il en soit, l'obligation de garde et de conservation est énoncée de manière claire en droit commun, et trouve à s'appliquer avec une évidence similaire tant que les titres sont matérialisées. Mais l'œuvre de la dématérialisation a-t-elle également une conséquence sur la nature de la garde ? Si c'est le cas, peut-on encore parler d'un dépôt ?

⁴⁵³ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 7

⁴⁵⁴ Directive 85/611/CEE, *op. cit.*, Article 14

⁴⁵⁵ F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

⁴⁵⁶ Article L. 214-16 du Code monétaire et financier: « Les actifs de la SICAV sont conservés par un dépositaire unique distinct de cette société et choisi sur une liste de personnes morales arrêtée par le ministre de l'économie » ; « Le règlement du fonds doit prévoir que ses actifs sont conservés par un dépositaire unique distinct de la société de gestion du fonds et qui s'assure de la régularité des décisions de cette société ».

Section 2. La critique du terme de dépôt

75. **La remise en cause du dépôt.** Certains auteurs ont pu faire la critique de l'usage même du terme « dépôt » au regard des évolutions de la pratique. Selon eux, la dématérialisation a entraîné une mutation des valeurs mobilières : le droit du propriétaire du titre résulte désormais d'une inscription à un compte chez un intermédiaire habilité, par exemple une banque. Le dépôt de valeurs mobilières ne serait alors plus un dépôt, mais un contrat d'entreprise, auquel s'ajoute un mandat lorsqu'il s'agit d'un compte « nominatif administré »⁴⁵⁷. L'un d'eux va même plus loin, en arguant que le dépôt de titres financiers n'entraînant plus le transfert de propriété, il oblitère le principal motif de rejet, à savoir l'existence d'une chose corporelle, pour qu'il soit question de dépôt⁴⁵⁸. En effet, cette caractéristique matérielle entraîne deux conséquences. En premier lieu, la chose peut être détruite, sa perte s'accompagnant de celle du droit dont elle était l'objet ; en vertu de l'adage *res perit domino*, cette charge est supportée par le propriétaire⁴⁵⁹. En second lieu, en vertu de l'article 2279 du Code civil, le bien peut être acquis par un tiers, du fait de sa possession de bonne foi⁴⁶⁰. Le propriétaire peut donc perdre, non plus la chose, mais le droit s'y rapportant⁴⁶¹. La vertu matérielle de l'objet déposé est indispensable à la création du dépôt, ce qui interdirait une telle qualification au dépôt de titres financiers.

Cependant cette opinion ne fait pas l'unanimité. La majorité des auteurs maintient la qualification de dépôt, estimant à ce propos que la corporalité de l'objet du dépôt ne serait pas nécessaire⁴⁶². La dématérialisation aurait seulement substitué une garde

⁴⁵⁷ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 517, §881 ; A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, § 1031

⁴⁵⁸ En vertu de l'article 1918 du Code civil

⁴⁵⁹ C. BRUNETTI-PONS, *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003, page 56 et 57

⁴⁶⁰ R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

⁴⁶¹ P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 180

⁴⁶² B. PARANCE, *La possession des biens incorporels*, Paris I, 2003, page 24

juridique à la garde matérielle, la restitution s'opérant par équivalent⁴⁶³. Selon cette conception, l'existence du dépôt ne serait plus soumise à la condition de la matérialité de l'objet déposé⁴⁶⁴.

76. **Un dépôt malgré tout ?** Le dépôt de titres financiers serait-il un dépôt qui n'en est plus un ? « La thèse est admissible au profit malgré tout d'un régime bien dérogatoire : le dépôt irrégulier est au dépôt ce que le prêt de consommation⁴⁶⁵ est à ce contrat »⁴⁶⁶. Il est pourtant facile de remarquer la mutation constante du contrat de dépôt dans le temps⁴⁶⁷. On le présente comme un contrat synallagmatique imparfait : au moment où il se forme, il y a bien deux contractants, mais une seule obligation : celle du dépositaire de restituer la chose déposée⁴⁶⁸. Fortement ancré dans le droit commun, à l'origine contrat réel⁴⁶⁹ et gratuit⁴⁷⁰, le dépôt s'est adapté parallèlement aux relations d'affaires du monde moderne⁴⁷¹. Historiquement « contrat de bienfaisance »⁴⁷², il est maintenant un contrat à titre onéreux le plus souvent, et formé par l'échange des

⁴⁶³ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1074 ; B. GIZARD, H. de VAUPLANE, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Revue Banque, mars 1994, page 66

⁴⁶⁴ P. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §366

⁴⁶⁵ Certains auteurs font effectivement le parallèle avec le prêt de consommation. Les deux contrats ne deviennent parfaits que par la prestation de la chose, *re perficitur*. Mais la tradition est faite, dans le prêt de consommation, pour que l'emprunteur consomme la chose, et dans le dépôt pour qu'il la garde : G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1010, page 528

⁴⁶⁶ P.-H. ANTONMATTEI, J. RAYNARD, *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013, pages 442-443, et page 523

⁴⁶⁷ Voir par exemple O. DOUVRELEUR, *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331 : « Le dynamisme et la créativité de l'industrie de la gestion collective, l'accroissement constant du volume des encours gérés, l'incessante innovation en matière de techniques utilisées par les gestionnaires, la mise au point de nouveaux produits et de nouveaux fonds furent autant de circonstances qui rendaient nécessaire une telle entreprise ».

⁴⁶⁸ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1018, page 531

⁴⁶⁹ R. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §42 ; J.-M. MOUSSERON, *Technique contractuelle*, Francis Lefebvre, 1999, §291, page 133

⁴⁷⁰ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1023 ; P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, LGDJ Lextenso, sixième édition, 2013, page 189 ; B. BOITARD, *Les contrats de services gratuits*, Paris, 1941, page 310

⁴⁷¹ Voir T. BONNEAU, *Aspects actuels du droit des affaires*, in *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, page 133

⁴⁷² B. STARCK, H. ROLAND, L. BOYER, *Droit civil Les obligations 2. Contrat*, sixième édition, Litec, 1998, §111, page 38

consentements et l'inscription en compte plutôt que par la remise de la chose⁴⁷³. Puisque cette adaptation est possible, pourquoi ne pas considérer les particularités du dépôt de titres financiers comme une mutation supplémentaire de ce dépôt si versatile ? Il faut garder à l'esprit « l'extrême plasticité » de ce contrat, qui s'adapte à tout : « depuis les prêteurs romains, c'est la pratique qui souffle les qualifications au juge »⁴⁷⁴. Pour s'adapter à la nouvelle réalité du dépôt de titres financiers, la notion de garde a elle aussi fait preuve d'une grande flexibilité. La dématérialisation a substitué la notion de garde juridique à la notion de garde matérielle, pour perpétuer la garde des titres financiers. Le dépositaire tient désormais le compte, les droits étant représentés par des inscriptions⁴⁷⁵, et il n'est plus question d'une restitution à l'identique mais d'une restitution d'une quantité égale de titres de même nature⁴⁷⁶. « L'obligation de garde se confondait avec l'obligation de restitution car la garde proprement dite ne correspondait à aucune réalité matérielle »⁴⁷⁷.

77. **Conclusion de la Section 2.** Il n'y a aucun doute possible, le dépôt de titres financiers demeure bel et bien un dépôt. La dématérialisation ne change pas la nature de la conservation⁴⁷⁸, et le fait même de confier un compte de titres à un tiers pour qu'il assure la conservation suffit à qualifier le contrat de dépôt⁴⁷⁹. Même si les notions de garde et de conservation ont été adaptées à la nouvelle nature immatérielle des titres⁴⁸⁰, il s'agit toujours d'un dépôt. Mais une telle adaptation n'est pas sans conséquence sur le mode de détention des titres et leur mode de transmission.

⁴⁷³ P. REMY, *Le dépôt est un contrat comme les autres (une relecture de Flexible droit)*, Revue des contrats, 1 mars 2014, n°1, page 143

⁴⁷⁴ P.-Y. GAUTIER, *Le dépôt : exercices de qualification*, Revue des contrats, 1 mars 2014, n°1, page 149

⁴⁷⁵ J.-P. BOUERE, H. de VAUPLANE, *Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de compte et son client*, Bull. Joly, 1997, §242, page 617

⁴⁷⁶ P. BOESCH, *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011, §366 et §370

⁴⁷⁷ A. LEBORGNE, *Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, avril-juin 1995, page 261

⁴⁷⁸ T. BROWN, R. PAROLAI, *L'analyse juridique de l'activité de conservation globale*, Banque et Droit, mai-juin 1995, page 27

⁴⁷⁹ D. DOMMEL, *Le titre en compte courant et la gestion des valeurs mobilières*, Publication du Comité central d'enquête sur le coût et le rendement des services publics, novembre 1948

⁴⁸⁰ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

Section 3. Le transfert de propriété et l'inscription en compte

78. **Plan.** La dématérialisation a brutalement mis fin au débat initial entre le transfert de propriété *solo consensu* ou par tradition. D'autres questions se posent désormais, mais pour un périmètre réduit d'actifs (§1). S'il paraît évident que l'inscription en compte doit être mise en relation avec le moment du transfert de propriété (§2), en matière de dépôt de titres financiers, cette inscription n'est pas sans poser quelques interrogations sur la vraie nature de la détention intermédiée (§3).

§1. Le périmètre des actifs concernés

79. **Rappel.** En ce qui concerne la tenue de compte conservation du dépositaire, elle s'applique à des titres qui ne sont pas inscrits chez l'émetteur au nom du fonds, mais au nom du dépositaire, ou du sous-dépositaire local. Selon l'article 323-2 du Règlement Général de l'AMF, cette tenue de compte exclut par principe les titres nominatifs purs⁴⁸¹. Dans pareille situation, puisque les titres sont inscrits chez l'émetteur au nom du dépositaire⁴⁸², ce dernier effectue le rapprochement de stock entre ses livres et les comptes de l'OPCVM. Les titres financiers concernés par la tenue de compte conservation sont les titres de capital émis par les sociétés par actions, les effets de commerce, à l'exclusion des titres de créance et des bons de caisse, et les parts ou actions d'organismes de placements collectifs⁴⁸³.

⁴⁸¹ « Le dépositaire exerce la tenue de compte conservation des « titres financiers mentionnés au II » de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, à l'exclusion des instruments nominatifs purs » ; H. DHOUTAUT, *Étude des responsabilités en matière de transfert de titres nominatifs*, Paris 1908, page 72

⁴⁸² C.-L. JULIOT, *Essai d'une nouvelle théorie sur les titres nominatifs et leur transfert*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1933, page 33

⁴⁸³ Article L. 211-1 du Code monétaire et financier

80. **Comptes propres et comptes de tiers.** Le Règlement Général de l'AMF précise également que l'amalgame ne doit pas être fait entre les actifs détenus par le dépositaire pour compte de tiers, et ceux détenus pour compte propre, dans les livres de l'émetteur. Pour une raison évidente de transparence et de traçabilité des actifs confiés, le Règlement Général exige qu'une distinction soit opérée, dans les livres du dépositaire central ou des dépositaires centraux⁴⁸⁴, entre les avoirs de ses clients, y compris ceux des OPCVM dont il est dépositaire, et ses avoirs propres⁴⁸⁵. Il revient au dépositaire de s'assurer que la distinction est effective. En matière de FIA⁴⁸⁶, la séparation des comptes se transforme en « ségrégation en trois masses » : le compte clients FIA, le compte autres clients, et le compte propre dépositaire⁴⁸⁷.

§2. L'inscription en compte et sa relation avec le transfert de propriété

81. **Le moment du transfert.** Comme le rappelle le Doyen Carbonnier, dans le sens traditionnel du mot, la propriété ne se comprend que pour les choses corporelles⁴⁸⁸. Le mot a cependant été étendu à des choses incorporelles pour désigner le droit exclusif d'en user et d'en disposer⁴⁸⁹. Si le concept de propriété, d'usage et de disposition des titres ne pose pas problème ici, l'importance de cette question tient au fait que le moment d'acquisition réel des titres financiers est fondamental pour déterminer qui est le propriétaire des actifs⁴⁹⁰. Or ce moment varie d'un pays à un autre, et

⁴⁸⁴ P. ESMEIN, *La Caisse centrale de dépôts et de virements des titres*, La Gazette du Palais, 1942, I, doctrine page 46

⁴⁸⁵ Article 322-5 alinéa 3 du Règlement Général de l'AMF

⁴⁸⁶ Voir *infra*

⁴⁸⁷ Pour une définition de la ségrégation, voir A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 13

⁴⁸⁸ Voir également H. MAZEAUD, L. MAZEAUD, J. MAZEAUD, F. GIANVITTI, *Leçon de droit civil, tome 2, volume 2, Les biens*, Montchrestien, 1984, page 14

⁴⁸⁹ J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, §912, page 1900

⁴⁹⁰ Voir en ce sens S. MOISDON-CHATAIGNIER, *La propriété des valeurs mobilières*, Lille, 2000, pages 92 et suivantes ; E. BROCHARD, *Le retard dans le transfert de propriété*, Paris, 1987

ne fait jusqu'à présent l'objet d'aucune harmonisation⁴⁹¹. Ce manque d'harmonisation est une des préoccupations actuelles principales en matière de droit des titres⁴⁹² : « L'affaire Madoff, notamment, a montré combien, en l'absence d'un droit des titres harmonisés au niveau international, il pouvait être difficile de localiser « physiquement » les titres d'un portefeuille et d'identifier par conséquent leur véritable propriétaire »⁴⁹³. D'un pays à l'autre, la notion de propriétaire peut varier selon qu'il est apparent ou réel, que l'établissement financier qui tient le compte titres constitue un écran opaque ou non à l'égard des tiers, d'où une série de problèmes révélés au grand jour avec l'épisode Madoff. « Les difficultés rencontrées pour démêler les responsabilités sont d'autant plus grandes qu'en plus de définitions différents de la « propriété légale », la mise à plat de la chaîne des intermédiaires financiers impliqués montre que certains acteurs appliquent le droit du client et d'autres celui de la banque, voire celui de l'émetteur »⁴⁹⁴. La question d'une harmonisation du transfert de propriété des valeurs mobilières est donc capitale dans la future évolution du régime du dépôt de titres en matière d'OPCVM⁴⁹⁵.

82. **Une relation reconnue en droit français.** En droit bancaire, « le virement est dans le domaine de la monnaie scripturale ce qu'est la tradition dans le domaine des espèces⁴⁹⁶. Le jeu d'écriture qui se réalise s'apparente étroitement à une

⁴⁹¹ Voir en ce sens « La globalisation financière » par M. AGLIETTA, dans *L'économie mondiale 2000*, Collection Repères, Paris, La Découverte, 2000, pages 52 et suivantes

⁴⁹² L'apport de nouveaux textes européens concernant le dépositaire d'OPCVM est double : d'une part, cet apport permettrait d'établir une réelle définition du dépositaire et de sa mission, et ainsi de compléter les bases rudimentaires jusqu'ici posées, notamment par le droit civil. D'autre part, il a également vocation à harmoniser les textes nationaux parfois contradictoires, et à diriger l'élaboration d'un régime européen uniforme et complet. Voir en ce sens F. BERTHAT, *Dépositaires La contestation monte*, L'AGEFI, 25 juin 2009

⁴⁹³ Propos de F.-M. LAPRADE, recueillis par F. GARROUSTE, *Le problème de la responsabilité des intermédiaires est lié au régime de propriété*, AGEFI, 4 juin 2009

⁴⁹⁴ Propos de F.-M. LAPRADE, *op. cit.*

⁴⁹⁵ Sur la nécessité d'une harmonisation globale des régimes en matière de banque et finance, voir T. BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2012. Voir également J.-P. VALETTE, *Droit de la régulation des marchés financiers*, Gualino éditeur, 2005 ; D. PLIHON, J.-P. PONSSARD, *La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, 2002, pages 26 et suivantes

⁴⁹⁶ Noter en outre qu'en matière de titres nominatifs matériels, la modification des informations était retenue comme moment du transfert de propriété. Voir C.-L. JULLIOT, *Essai d'une nouvelle théorie sur le titre nominatif et le transfert, Conséquences pratiques, Réformes proposées*, Paris, 1904, page

remise matérielle de billets de banque ». C'est donc le virement qui opère le transfert de propriété⁴⁹⁷. Il est déjà intéressant de noter qu'en droit commun, la création du compte courant (et donc *a fortiori* du compte courant de titres) a pu être considérée à elle seule comme la création d'un contrat *sui generis*⁴⁹⁸ : nous nous situons donc déjà à la limite de la zone ordinaire de fonctionnement du droit commun.

Pour certains, la raison première de cette relation étroite entre inscription en compte et droit de propriété a pour origine l'étude de la nature incorporelle des actifs⁴⁹⁹. Selon eux, n'étant pas de nature corporelle, les titres financiers ne peuvent faire l'objet d'un droit réel⁵⁰⁰, et doivent donc être soumis à des règles propres pour attribuer le moment du transfert de propriété⁵⁰¹. La fongibilité des valeurs mobilières, c'est-à-dire leur aptitude à être parfaitement interchangeable entre elles⁵⁰², associée à l'impossibilité de

126

⁴⁹⁷ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 79 ; S. MOISDON-CHATAIGNIER, *La propriété des valeurs mobilières*, Lille, 2000, page 114 ; G. BLANLUET, *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81

⁴⁹⁸ L. LACOUR, J. BOUTERON, *Précis de Droit commercial*, Dalloz, 1925, §1473, page 230 : « Le compte courant devant nécessairement son existence à un contrat (cela n'est plus contesté aujourd'hui), on s'est demandé s'il était possible de faire rentrer ce contrat dans un des cadres classiques prévus par le Code civil. Toutes les tentatives faites en ce sens ont échoué. Il faut reconnaître que c'est un contrat *sui generis*, que la pratique a inventé en dehors des prévisions de la loi ».

⁴⁹⁹ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 3 : « D'une part, la distinction classique des droits réels et des droits personnels a en effet conduit à exclure les valeurs mobilières du domaine des droits réels et donc du droit de propriété, en raison de leur nature incorporelle, et à les inclure en conséquence dans le domaine des droits personnels. Par la fiction de l'incorporation du droit dans le titre, la doctrine a alors tenté de leur conférer le caractère corporel qui aurait pu leur permettre de devenir objets de propriété ». Voir également P. GOUTAY, *Titres au porteur et incorporation : réfutation d'une théorie*, Bull. Joly, 2001, §117, page 478 ; L. JOSSERAND, *Configuration du droit de propriété dans l'ordre juridique nouveau*, in *Mélanges juridiques dédiés à M. le professeur Sugiyama*, 1940, page 95 ; D.-R. MARTIN, *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, Recueil Dalloz, 1998, chroniques page 15 ; F. PELTIER, *Le transfert de propriété des titres sur le marché réglementé*, Banque et Droit, janvier-février 1994, page 53

⁵⁰⁰ A.-L. ARCHAMBAULT, *La nature juridique de valeurs mobilières*, Paris I, 1998, page 157

⁵⁰¹ J.-M. DELLECI, *Le nouveau droit de propriété des titres négociés*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°25, 23 juin 1994, page 368

⁵⁰² C. KARYOTIS, *20 ans de rétrospective dans les titres en France*, Revue Banque Edition, 2004, page 18 : « La fongibilité consiste en une restitution des titres *in genere* et non *in specie*, c'est la base du compte courant de titres ». Voir également C. GUELFUCCI-THIBIERGE, *Nullité, restitutions et responsabilité*, LGDJ, 1992, page 78

les individualiser⁵⁰³, a semblé encore les exclure du domaine du droit de propriété⁵⁰⁴. « Leur inscription en compte, qui n'a pas pour effet de les transformer en corps certains, permet toutefois d'individualiser les valeurs mobilières, l'individualisation conférant le caractère d'objet déterminé que nécessite seulement le droit de propriété »⁵⁰⁵. Bien entendu, une telle conception n'est valable qu'à la condition que les titres financiers ne puissent pas faire l'objet d'un droit réel⁵⁰⁶. Or il a été retenu précédemment qu'ils pouvaient faire l'objet d'un tel droit : l'inscription en compte devient alors simplement une alternative immatérielle à la tradition matérielle⁵⁰⁷, qui opérait précédemment en matière de dépôt⁵⁰⁸.

Quoi qu'il en soit, c'est historiquement l'inscription en compte qui est retenue pour caractériser le moment du transfert de propriété⁵⁰⁹, et cette transmission est reconnue pour tous les titres financiers⁵¹⁰ : à défaut de témoigner de la transmission d'un objet matériel⁵¹¹, elle permet de suivre les mouvements des valeurs mobilières et de simuler par une fiction juridique leur tradition⁵¹². Nous sommes ici bien loin du principe du

⁵⁰³ Voir F. GORE, *Le transfert de propriété dans la vente des choses de genre*, Recueil Dalloz, 1954, page 175 ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109.

⁵⁰⁴ V. MERCIER, *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, Aix-Marseille, 2004, pages 32 et suivantes

⁵⁰⁵ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 3. Voir également F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, §681, page 484 : « En effet, le transfert de propriété des choses de genre s'effectue au moment de l'individualisation ».

⁵⁰⁶ C'est la seule configuration qui autorise cette théorie. Voir R. BASQUE, *De la distinction des droits réels et des obligations*, Montpellier, 1914, page 24

⁵⁰⁷ C'est ce que nous pouvons en déduire, notamment au support de F. TERRE, *Le droit et l'immatériel*, Sirey 1999

⁵⁰⁸ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 386 : « Le contrat de dépôt n'est parfait que par la tradition réelle de la chose entre les mains du dépositaire ».

⁵⁰⁹ M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, page 171

⁵¹⁰ T. BONNEAU, *Réforme opérée par l'ordonnance du 31 mars 2005*, Droit des sociétés, n°7, juillet 2005, commentaire 42

⁵¹¹ C'était le cas historiquement pour les titres au porteur. Voir M. PLANIOL, G RIPERT, *Traité pratique de droit civil français, Tome X* par J. HAMEL, F. GIVORD, A. TUNC, LGDJ, 1956, §13, page 13 : « Quant aux droits réels qui portent sur des meubles corporels ordinaires ou des titres au porteur, leur transfert se réalise par la vente, même à l'égard des tiers ». Voir également H. MONTARVAL, *Manuel des opérations commerciales et financières de banque et de bourse*, deuxième édition, Librairie des sciences politiques et sociales, 1925, page 52

⁵¹² J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz, 1980 ; T. BONNEAU, *Réforme opérée par l'ordonnance du 31 mars 2005*, Droit des sociétés, n°7, juillet 2005,

consensualisme⁵¹³ en matière de contrat⁵¹⁴. Cependant, l'écriture ne fait que traduire ce transfert de la propriété, dont les titres sont les seuls à faire l'objet⁵¹⁵. Certains auteurs considèrent même que l'inscription en compte a le mérite d'imposer l'abandon définitif de la fiction selon laquelle le titre papier incorporait la propriété⁵¹⁶. Puisque le titre papier n'existe plus, il est clair que c'est l'inscription en compte qui transfère désormais la propriété⁵¹⁷. Bien que d'autres aient pu réfuter cette opinion dans les premiers temps, il est maintenant acquis que l'inscription en compte remplace la tradition matérielle dans le transfert de propriété⁵¹⁸.

commentaire 42

⁵¹³ Bien que certains auteurs aient pu avoir une opinion différente. C'est le cas de F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, §679, page 482 : « La jurisprudence est unanime et consacre la règle selon laquelle « la transmission de la propriété des titres s'opère entre les parties par le seul effet de la convention de cession ». En précisant que « la cession des actions [est] définitivement consacrée [lorsqu'un] accord sur la chose et sur le prix l'a rendue parfaite... » Si elle souligne la spécificité de la matière en rappelant que la cession n'est pas opposable aux tiers et à la société qu'à compter de l'inscription sur les registres de la société, elle insiste sur le principe et précise que la transmission de la propriété « se réalise donc à la date de cette convention et on à celle de l'enregistrement de l'acte de cession ou de la signature des ordres de transfert des titres ». La Cour distingue donc très nettement ce qui relève du transfert de propriété et de l'opposabilité de celui-ci. Plus généralement elle applique aux cessions d'actions les règles de la vente tant pour le caractère déterminable du prix, l'échange des consentements, que pour l'existence d'un terme ». Voir Cass. Com., 22 février 1994, Delbats c/ Servat, RJDA, juillet 1994, n°812, page 642 ; Cass. Civ. 1ère, 28 novembre 1995, Le Bouhris c/ Quere, Dalloz Affaires, 1996, n°3, page 74. Voir également le commentaire de P. GOUTAY, *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491 : « On notera que la terminologie conduit à distinguer l'enregistrement, qui intervient au jour de la négociation, et l'inscription, qui intervient au moment du dénouement effectif ». Voir également H. HOVASSE, *Transfert de propriété*, Droit des sociétés, février 2007, commentaire 31

⁵¹⁴ E. BROCHARD, *Le retard dans le transfert de propriété*, Paris, 1987

⁵¹⁵ V. ALLEGAERT, *De la propriété des valeurs mobilières*, Joly Sociétés, 01 mars 2005, n°3, page 340, §68. Cass. Com, 22 novembre 1988 : Bull civ., IV, n°322 ; Cass. Com., 24 janvier 1989 : Bull civ., IV, n°39 ; Cass. Com., 23 novembre 1993 : Bull civ., IV, n°431

⁵¹⁶ D. LEPELTIER, *Dématérialisation : inscription en compte et circulation des titres non admis en SICOVAM*, Semaine juridique CI, 1984, II, 14 275

⁵¹⁷ F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly Sociétés, 01 août 2000, n° 8-9, page 765: « L'immense mérite, sur le terrain des concepts, de l'inscription en compte obligatoire des valeurs mobilières est qu'elle met fin à une imposture. Elle interdit désormais de céder à la facilité de la théorie de l'incorporation du droit dans le titre. Pas plus avant la dématérialisation qu'après, le droit ne s'est incorporé dans un titre. Avant leur scripturalisation forcée, on peut concevoir qu'il ait été tentant de traiter les valeurs mobilières au porteur comme des biens meubles corporels en se laissant aller à considérer que le titre vif incorporait le droit et que l'*instrumentum* était la valeur mobilière. Une telle vue de l'esprit résistait pourtant déjà fort mal à l'analyse et elle a été maintes fois réfutée. Le titre papier, lorsqu'il existait, n'a jamais incorporé le droit. Les parties convenaient seulement d'en faire le véhicule du droit et avant même leur inscription en compte obligatoire les valeurs mobilières n'étaient rien d'autre que des créances » ; S. MOISDON-CHATAIGNIER, *La propriété des valeurs mobilières*, Lille, 2000, page 200.

⁵¹⁸ F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly Sociétés, 01 août 2000, n° 8-9, page

83. **Le principe de cette corrélation.** Le droit français reconnaît la corrélation existant entre le transfert de propriété d'une valeur mobilière et son inscription en compte⁵¹⁹. Ce principe s'appliquait historiquement aux titres non cotés⁵²⁰, et a été ensuite étendu à toutes les formes de titres⁵²¹. Il faut rappeler qu'auparavant, on distinguait le transfert du droit entre les parties qui résultait simplement de l'échange des consentements⁵²², et l'opposabilité aux tiers⁵²³, qui reposait sur l'inscription en compte, celle-ci étant généralement considérée comme une présomption simple de propriété⁵²⁴. Cette concomitance interdisait par là même que l'on puisse convenir par convention d'un autre moment du transfert de propriété⁵²⁵. Il existe désormais un critère unique de transfert de propriété valable pour tous : l'inscription en compte à la date choisie et

765 : « Pendant longtemps a prospéré l'analyse d'une incorporation du droit dans le titre. On enseignait que le titre vif remis au souscripteur d'une valeur mobilière au porteur incorporait le droit de créance, laquelle créance devenait, par l'effet de cette transmutation, un bien corporel transmissible par tradition : l'*instrumentum* absorbait le *negotium*. Il suffisait alors de céder le titre vif pour céder le droit lui-même. Cette analyse a connu une si bonne fortune qu'elle a survécu à la dématérialisation. Une thèse (J. LARGUIER, *Essai sur la notion de titre en droit privé*, thèse Montpellier, 1949, page 244 et suivantes) a en effet proposé de voir dans les valeurs mobilières inscrites en compte des meubles corporels. La magie du verbe de celui qui l'agit est telle que l'on peut se laisser séduire. La prose et la construction sont si belles qu'elles pourraient convaincre. Mais il convient de se ressaisir car de la magie au mirage du verbe il y a peu et il nous semble que le magicien est, pour l'occasion, devenu illusionniste. Car c'est bien le fruit d'une illusion que de considérer qu'une valeur mobilière inscrite en compte peut être qualifiée de bien corporel ». Voir également P. GOUTAY, *Titres au porteur et incorporation : réfutation d'une théorie*, Bull. Joly, 2001, §117, page 478 ; D.-R. MARTIN, *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, Recueil Dalloz, 1998, chroniques page 15

⁵¹⁹ H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

⁵²⁰ P. AÏDAN, *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Edition Revue Banque 2001

⁵²¹ J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §23, page 16 : « De nombreuses théories ont été avancées pour expliquer cet effet du transfert, provenant de ce que l'inscription sur le registre de la société a valeur créatrice. « L'immatriculation vaut titre », formule qu'on ne peut manquer de rapprocher de celle de l'article 2279 du Code civil : elle vaut titre de propriété, le droit du titulaire du titre est incorporé dans l'inscription comme il l'est dans le titre au porteur ».

⁵²² G. BLANLUET, *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81

⁵²³ Voir P. GROSJEAN, *La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété*, Petites Affiches, 16 février 2005, page 7

⁵²⁴ E. BROCHARD, *Le retard dans le transfert de propriété*, Paris, 1987, page 54. Désormais les deux actions sont concomitantes : G. BLANLUET, *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81

⁵²⁵ ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un depositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

notifiée par les parties. Ce régime est d'ordre public et l'effet du transfert est général⁵²⁶. La possibilité est ouverte de prévoir une date d'inscription en compte fixée au même jour de la convention lorsque celle-ci est immédiatement notifiée à l'émetteur (par remise directe de la convention contre signature)⁵²⁷. L'émetteur peut ajouter des informations relatives au droit de propriété sur les actions, comme en témoigne un attendu de l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 29 janvier 2008. Cet arrêt retient que rien n'interdit à l'émetteur de mentionner de façon objective, en marge de son inscription, toute information portée à sa connaissance ou qu'il possède par lui-même, relative au droit de propriété sur les actions en cause. Cette mention n'est pas incompatible avec le processus légal d'inscription en compte, dès lors qu'elle ne contredit pas la présomption de propriété résultant de l'inscription en compte. Cette mention a en outre le mérite d'informer de potentiels acquéreurs de titres du risque éventuellement encouru⁵²⁸.

84. **Un régime étendu à tous les titres financiers.** Si ce sont les titres non cotés qui les premiers ont vu le moment du transfert de propriété coïncider avec l'inscription en compte⁵²⁹, ce régime plus simple et plus efficace a finalement été étendu à

⁵²⁶ A. PRÜM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 193

⁵²⁷ « Le comité juridique de l'Association nationale des sociétés par actions (Ansa) explique le nouveau décret sur le transfert de ces titres ». LesEchos.fr, 13 septembre 2007 : « Le nouveau régime permet-il aux parties de convenir qu'entre elles uniquement le transfert de propriété pourrait s'opérer par l'effet de la convention? Cela n'est plus possible ».

⁵²⁸ Cass. Com., n° 06-19.624, 29 janvier 2008 : « il résulte des textes et des principes jurisprudentiels applicables en la cause que si l'émetteur doit agir au seul vu d'un ordre de mouvement émanant d'un actionnaire inscrit en compte sans pouvoir porter la moindre appréciation sur cet ordre ni modifier les données, rien ne lui interdit en revanche de mentionner de façon objective, en marge de son inscription, toute information portée à sa connaissance ou qu'il possède par lui-même, relative au droit de propriété sur les actions en cause ; que l'arrêt relève encore qu'il n'existe en effet aucune incompatibilité entre une telle mention et le processus légal d'inscription en compte dès lors qu'une telle mention ne contredit nullement la présomption de propriété résultant de l'inscription et conduisant la société à n'admettre comme actionnaire, jusqu'à ce qu'il en ait été autrement décidé, que la personne inscrite en compte ; que l'arrêt retient enfin qu'en outre, dès lors que la propriété des actions résulte du contrat translatif et non pas de l'inscription en compte, cette mention marginale a le mérite d'informer les tiers consultant le registre du risque éventuellement encouru au cas où ils envisageraient de se porter sous-acquéreurs des dites actions ».

⁵²⁹ G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 58 ; ANSA (Bull.), *Ordre de mouvement sur titres non cotés*, mai 2002, Communication n° 3108 ; ANSA (Bull.), *Un*

l'ensemble des titres financiers, cotés ou non cotés⁵³⁰. L'ordonnance du 8 janvier 2009⁵³¹ consacre la généralisation de cette dérogation au droit commun de la vente qui veut que le transfert de propriété résulte de la rencontre des consentements⁵³². L'inscription en compte est désormais considérée comme l'unique expression du transfert de propriété des titres financiers dématérialisés^{533 534}.

85. **Un transfert de propriété *sola traditione*.** Désormais, en matière de transmission des valeurs mobilières, la tradition et le transfert de propriété sont indissociables⁵³⁵. Il n'est plus possible de les considérer comme deux événements indépendants mais concomitants⁵³⁶. Si le transfert de propriété résulte de l'inscription en compte, la raison en est que celle-ci a pour résultat de mettre les titres en la possession de l'acquéreur⁵³⁷. La transmission des valeurs mobilières s'effectue par tradition immatérielle, réalisée par virement de compte à compte⁵³⁸.

Cependant, les modalités de la tradition, qui emporte en principe le transfert de la possession⁵³⁹, ne sont pas les mêmes selon que les opérations de transmission des titres

teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

⁵³⁰ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 109

⁵³¹ Voir notamment le commentaire de M. DUBERTRET, D. MANGENET, *Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009*, Recueil Dalloz, 2009, page 449

⁵³² Propos de F.-M. LAPRADE, recueillis par F. GARROUSTE, *Le problème de la responsabilité des intermédiaires est lié au régime de propriété*, AGEFI, 4 juin 2009. Voir également sur le principe P. BLOCH, *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

⁵³³ Voir notamment A.-L. ARCHAMBAULT, *La nature juridique de valeurs mobilières*, Paris I, 1998, page 226

⁵³⁴ Désormais cette corrélation est reconnue pour tous les titres financiers par l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, qui énonce le principe : « Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte titres de l'acquéreur ».

⁵³⁵ J.-M. DELLECI, *Le nouveau droit de propriété des titres négociés*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°25, 23 juin 1994, page 368

⁵³⁶ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 229

⁵³⁷ D.-R. MARTIN, *Aspects juridiques du virement*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1989, n°15, page 149

⁵³⁸ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 10

⁵³⁹ R. von JHERING, *Oeuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

sont réalisés par le biais d'un système de règlement-livraison ou en dehors d'un tel système⁵⁴⁰. Dans le premier cas, la tradition nécessite la double inscription du cessionnaire des titres chez son intermédiaire habilité et de ce dernier dans les comptes du dépositaire central⁵⁴¹. Dans le second cas en revanche, la tradition ne résulte que de l'inscription du cessionnaire dans les comptes tenus par l'émetteur. « Le problème résulte alors de l'absence d'encadrement des modalités d'inscription réalisés par les émetteurs, qui ne sont pas des professionnels de la tenue de compte, et qui sont donc susceptibles de commettre des erreurs »⁵⁴². Quelles que soient les différences de modalités de réalisation de la tradition des titres, il résulte aussi bien du droit financier que du droit des sociétés que le transfert de propriété est indissociable de la mise en possession⁵⁴³, autrement dit de la tradition⁵⁴⁴. Peu importe que celle-ci nécessite une seule ou deux inscriptions en compte pour être réalisée⁵⁴⁵. « Toutes les transmissions de titres ont donc désormais pour fondement un transfert de propriété *sola traditione* »⁵⁴⁶.

⁵⁴⁰ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, Paris I, 2008, page 100

⁵⁴¹ E. BALDY, *La forme et la négociations des actions, La caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Revue Banque, novembre 1946, page 14 ; H. CAUSSE, *La cession de titres*, MTF Haute Finance, août 1994, page 33

⁵⁴² J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 10

⁵⁴³ P. BLOCH, *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

⁵⁴⁴ Voir en ce sens A. COURET, H. LE NABASQUE, M.-L. COQUELET, T. GRANIER, D. PORRACHIA, A. RAYNOUARD, A. REYGROBELLET, D. ROBINE, *Droit financier*, deuxième édition, Précis Dalloz, 2012 ; A. COURET, H. LE NABASQUE, *Valeurs mobilières, Augmentations de capital*, Editions Francis Lefebvre, 2004, page 189 et suivantes

⁵⁴⁵ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010,, page 10

⁵⁴⁶ Pour aller plus loin dans le détail de ce régime, M. Julien Granotier apporte quelques précisions importantes : « La consécration de la transmission *sola traditione* des valeurs mobilières ne s'est pas accompagnée, dans un premier temps, de l'abstraction du transfert de propriété. La mise en possession, résultant de l'inscription en compte, est donc passée du statut de mode d'opposabilité du transfert de propriété, sous l'empire du droit antérieur, à celui de mode d'acquisition de la propriété. Sans rompre le lien avec le contrat, elle permet ainsi de résoudre les conflits de propriété entre ayant cause successifs d'un même auteur. Au-delà, la question s'est posée de savoir s'il fallait reconnaître à la mise en possession des valeurs mobilières un rôle de titre d'acquisition, similaire à celui conféré par l'article 2276 du Code civil à la possession des meubles corporels. Une approche historique permet de constater qu'un tel rôle a bien été conféré à l'inscription des rentes sur le grand-livre de la dette publique. Or, le régime de transmission des valeurs mobilières s'étant construit sur le modèle des rentes, la question de la reconnaissance de l'effet acquisitif de l'inscription en compte des valeurs mobilières a pu légitimement se poser. Cependant, en l'absence de toute disposition légale en ce sens, les solutions, pour l'essentiel jurisprudentielles, n'étaient pas clairement déterminées. L'article L. 211-16 du Code monétaire et financier, créé par l'ordonnance du 8 janvier 2009, accorde désormais à l'inscription en

86. **Un cas particulier au règlement-livraison.** Cette particularité du transfert de propriété en matière de titres financiers impose une distinction stricte entre les différentes étapes du règlement-livraison⁵⁴⁷. L'inscription en compte est nécessaire pour donner une matérialité aux instruments financiers⁵⁴⁸, ce qui condamne *ipso facto* un transfert de propriété *solo consensu*⁵⁴⁹ selon le droit de la vente⁵⁵⁰. Il y manquerait la perfection de l'acte subordonné au virement de compte à compte qui confère une efficacité à la volonté exprimée par les parties⁵⁵¹. En matière de règlement-livraison, le moment de l'inscription en compte est la dernière opération effectuée dans tout le processus de transaction⁵⁵². Le dénouement d'une opération se définit comme « le processus ayant pour objet, pour un ensemble d'opérations de règlement-livraison, de valider les échanges de titres contre espèces, préalablement à la comptabilisation. Il s'agit

compte la nature de titre d'acquisition de la propriété, pour l'ensemble des valeurs mobilières acquises de bonne foi. La sécurité dynamique tant recherchée est donc consacrée, confirmant le rôle primordial de la mise en possession réalisée par l'inscription en compte », J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 12 et 13

⁵⁴⁷ B. GIZARD, H. de VAUPLANE, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Revue Banque, mars 1994, page 66

⁵⁴⁸ J.-P. BOUERE, H. de VAUPLANE, *Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de compte et son client*, Bull. Joly, 1997, §242, page 617

⁵⁴⁹ Voir F. DANOS, *Propriété, possession et opposabilité*, Paris I, 2006, pages 419 et suivantes

⁵⁵⁰ Voir également F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997, page 165 : « Ce régime de transfert de propriété des titres négociés sur les marchés financiers illustre un rapport dialectique du droit des marchés financiers avec le droit commun. Rompant avec la règle du *solo consensu* le droit spécial régissant le transfert de propriété des titres cotés continue semble-t-il néanmoins de se référer à des mécanismes de droit commun des obligations : la clause résolutoire, l'exception d'inexécution et la subrogation. Par ailleurs, il faut constater que la force probatoire donnée à l'inscription en compte semble être l'unique solution à l'inapplicabilité aux titres dématérialisés de l'article 2279 du Code civil. Si la propriété reste concevable lorsqu'il s'agit d'actifs dématérialisés circulant par virement de compte à compte, la possession ne l'est pas faute de corpus. La possession d'un titre dématérialisé ne vaudra titre que si elle est attestée par une écriture comptable ». G. Blanluet rappelle à juste titre que ce principe du *solo consensu* est loin d'être universelle : G. BLANLUET, *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81. Voir enfin A.-S. COURDIER-CUISINIER, *Nouvel éclairage sur l'énigme de l'obligation de donner, Essai sur les causes d'une controverse doctrinale*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2005, page 521 ; N. PRYBIS-GAVALDA, *La notion d'obligation de donner*, Montpellier, 1997, n° 686, page 322 ; I. DAURIAC, *La signature*, Paris II, 1997, page 27

⁵⁵¹ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 79

⁵⁵² K. LÖBER, *Compensation et règlement-livraison en Europe : l'identification des problèmes juridiques au niveau européen*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 155

donc de la phase ultime précédant l'imputation proprement dite »⁵⁵³. Par conséquent, le dénouement est la phase préalable au transfert de compte à compte des titres⁵⁵⁴. Concrètement, il conduit à l'émission d'instructions de paiement et de livraison dans les systèmes de livraison des titres et de paiement⁵⁵⁵. L'inscription en compte est alors la phase ultime du dénouement de la transaction⁵⁵⁶. En d'autres termes, la négociation proprement dite a lieu, puis l'on procède à l'inscription au compte du vendeur et de l'acheteur⁵⁵⁷, et enfin, les opérations de compensation entre les intermédiaires teneurs de comptes sont réalisées⁵⁵⁸. La livraison du client final est dissociée de la livraison des intermédiaires teneurs de compte. Les comptes de l'acheteur et du vendeur sont crédités en premier. Dans ces conditions, il convient d'admettre que la livraison effective a toujours lieu lors de l'inscription au crédit du compte de l'acheteur⁵⁵⁹.

87. **Le moment du transfert de propriété.** La question du transfert de titres semble résolue par le lien établi avec l'inscription en compte. Mais en pratique, cette inscription en compte est loin d'être évidente à déterminer⁵⁶⁰. En fait d'inscription, il peut y avoir plusieurs inscriptions successives, ne serait-ce que sur le compte du vendeur et sur celui de l'acheteur, et elles ne sont pas toujours exactement concomitantes⁵⁶¹. Le moment du transfert de propriété est par principe la date définie par le Règlement

⁵⁵³ Voir notamment P. GOUTAY, *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491

⁵⁵⁴ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

⁵⁵⁵ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 79

⁵⁵⁶ P. BLOCH, *La directive 98/26/CEE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, in *Mélanges AEDBF-France II*, sous la direction de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, page 49

⁵⁵⁷ M. DUBERTRET, *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Paris II, 2002, page 25

⁵⁵⁸ La compensation est ici retenue au sens juridique du terme, voir R. MENDEGRIS, *La nature juridique de la compensation*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1969, page 92 ; F. AUCKENTHALER, *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)*, La Semaine Juridique, 2005, n°1519

⁵⁵⁹ C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, § 694, page 338

⁵⁶⁰ H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

⁵⁶¹ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, pages 111-112

Général de l'AMF⁵⁶². Mais lorsque le système de règlement-livraison prévoit un dénouement irrévocable en continu, le transfert n'intervient au profit de l'acquéreur que lorsque celui-ci a réglé le prix⁵⁶³. Dans l'intervalle, c'est le dépositaire qui demeure propriétaire des titres confiés⁵⁶⁴.

Certains auteurs demandent un retardement de l'inscription en compte à la date normale du règlement-livraison, soit de J à J+3⁵⁶⁵, pour conserver une certaine cohérence dans le transfert de propriété⁵⁶⁶, et lui restituer un réalisme qui actuellement lui fait défaut⁵⁶⁷. A la date de la négociation, il ne resterait ainsi qu'une seule écriture comptable⁵⁶⁸. Une telle incertitude peut conduire à remettre en cause la prétendue stabilité qu'offre le choix de l'inscription en compte comme marqueur du transfert de

⁵⁶² Pour les titres non cotés, voir ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

⁵⁶³ P. BLOCH, *La directive 98/26/CEE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, in *Mélanges AEDBF-France II*, sous la direction de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, page 49

⁵⁶⁴ Article L. 211-17 alinéa 2 et 3 du Code monétaire et financier : « Lorsque les titres financiers sont admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers mentionné à l'article L. 330-1, le transfert de propriété résulte de l'inscription des titres au compte titres de l'acquéreur, à la date et dans les conditions définies par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers. Par dérogation aux alinéas précédents, lorsque le système de règlement et de livraison assure la livraison des titres financiers en prévoyant un dénouement irrévocable en continu, le transfert n'intervient au profit de l'acquéreur que lorsque celui-ci a réglé le prix. Tant que l'acquéreur n'a pas réglé le prix, l'intermédiaire qui a reçu les titres financiers en est le propriétaire. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les modalités particulières de transfert de propriété applicables dans le cas prévu au présent alinéa ». Voir également P. GOUTAY, *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491

⁵⁶⁵ J.-J. DAIGRE, *La date du transfert de propriété des instruments financiers admis sur un marché, Nouvelles perspectives de droit français*, sous la direction de H. DE VAUPLANE, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, La Revue Banque édition, 2005, page 79. Sur un dénouement théorique de trois jours, voir P. GOUTAY, *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491.

⁵⁶⁶ F. BARRIERE, *Cotation et négociation d'instruments financiers non-fongibles*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2008, n°2, page 174

⁵⁶⁷ Il s'agit ici d'une pratique assez courante en matière de transfert de propriété. Voir M. PLANIOL, G. RIPERT, *Traité pratique de droit civil français, Tome X* par J. HAMEL, F. GIVORD, A. TUNC, LGDJ, 1956, §10, page 11. Notez ici qu'un tel retard n'a pas pour effet de transformer le contrat en vente conditionnelle, car les deux parties sont définitivement liées.

⁵⁶⁸ Il faut cependant noter qu'en matière de titres nominatifs, la date de l'enregistrement comptable de la négociation par la personne morale est la date précisée par le dépositaire central. Voir en ce sens P. GOUTAY, *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491

propriété des actifs confiés⁵⁶⁹. Ce choix au premier abord judiciaire, peut se révéler redoutable dans son application. Si un rôle prépondérant est conféré à l'action d'inscrire en compte, c'est-à-dire à l'inscription en compte prise en son sens « dynamique », qui emporte désormais la transmission du droit de propriété, aucune indication n'est donnée quant au type d'inscription qui doit assurer cette fonction. Est-ce à l'inscription du cessionnaire prise chez l'intermédiaire habilité ou à l'inscription de ce dernier dans les comptes du dépositaire central d'assurer la transmission du droit de propriété⁵⁷⁰ ? Au surplus, les effets de l'inscription en compte au plan « statique » ne sont pas précisés⁵⁷¹. Cette dernière doit-elle jouer le simple rôle d'instrument probatoire de l'existence des valeurs mobilières ou constituer au contraire une modalité substantielle de leur création ? La doctrine est loin d'être unanime sur cette question. « Il en résulte que le droit positif aboutit finalement à déterminer les effets de l'action d'inscrire en compte, sans préciser toutefois ni la nature, ni les effets de l'inscription qui en résulte. Voilà qui constitue une relance peu satisfaisante sur un plan conceptuel »⁵⁷².

88. **Le recul du droit commun.** La notion de propriété, telle qu'elle s'applique en matière de titres financiers, n'a plus rien de commun avec la conception

⁵⁶⁹ T. BONNEAU, *Réforme opérée par l'ordonnance du 31 mars 2005*, Droit des sociétés, n°7, juillet 2005, commentaire 42 : « [Le transfert n'intervient au profit de l'acheteur que lorsque celui-ci a réglé le prix de la transaction.] Cette règle, qui reprend celle de l'ancien alinéa 5 de l'article L. 431-2, interdit de localiser le transfert de propriété à une date antérieure au paiement du prix. Le résultat en est la synchronisation du transfert de propriété et du paiement du prix, ce qui paraît *a priori* assez différent de la règle de principe qui lie le transfert de propriété à l'inscription en compte de l'acheteur. A moins que l'inscription en compte ne puisse intervenir qu'à la date du paiement du prix ou ne prenne effet qu'à la date du paiement du prix. Dans ce dernier cas, il convient de distinguer la date de l'inscription matérielle de celle de sa prise d'effet : en d'autres termes, l'inscription en compte est affectée d'une date de valeur liée au règlement-livraison ». Voir également P. GROSJEAN, *La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété*, Petites Affiches, 16 février 2005, page 7

⁵⁷⁰ H. CAUSSE, *La cession de titres*, MTF Haute Finance, août 1994, page 33

⁵⁷¹ T. BONNEAU, *Réforme opérée par l'ordonnance du 31 mars 2005*, Droit des sociétés, n°7, juillet 2005, commentaire 42 : « Mais alors, contrairement à l'apparence créée par l'article L. 431-2, alinéa 1, le transfert de propriété paraît moins lié à l'inscription en compte qu'à l'exécution du contrat de cession. Aussi peut-on s'interroger. Certes, l'unification est réalisée. Mais la simplification recherchée l'est-elle ? »

⁵⁷² J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, pages 7 et 8

civile appliquée à une chose corporelle⁵⁷³. La question qui en découle est de savoir si cette nouvelle conception peut encore se reconnaître dans l'appellation qui lui est donnée. Les réformes ayant abouti à mettre en œuvre le système de transfert de propriété différé ont fortement ébranlé les principes les plus établis, relatifs à la notion même de droit de propriété dans son application aux valeurs mobilières⁵⁷⁴. Elles tendent ainsi à instaurer une distinction nouvelle entre la propriété économique et la propriété juridique des valeurs mobilières⁵⁷⁵, sans pour autant conférer aux dispositions qu'elles mettent en œuvre le fondement conceptuel et la réflexion que l'on peut en attendre lorsque l'on altère un concept aussi fondamental au sein de notre ordonnancement juridique que celui de la propriété⁵⁷⁶. Cette confusion n'est pas sans rappeler les questionnements autour de la notion même de possession⁵⁷⁷. S'il est avéré qu'« en fait de meuble, la possession vaut titre »⁵⁷⁸, elle entraîne trop souvent une confusion du possessoire⁵⁷⁹ et du pétitoire⁵⁸⁰. La mise en possession ne signifie pas nécessairement transfert de propriété⁵⁸¹, mais constitue plutôt un mode de protection à travers sa valeur probatoire⁵⁸². Et le transfert économique

⁵⁷³ B. PARANCE, *La possession des biens incorporels*, Paris I, 2003, page 27

⁵⁷⁴ H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

⁵⁷⁵ Sur la réalité de la propriété économique, voir G. BLANLUET, *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français, Recherches au confluent du droit fiscal et du droit civil*, LGDJ, 1999 ; G. BLANLUET, *Brèves réflexions sur la propriété économique*, Droit et Patrimoine, mars 2001, page 80

⁵⁷⁶ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 8

⁵⁷⁷ Il est à noter ici que la possession ne fait que présumer la propriété de la chose. Comme le rappelle un auteur, les deux notions sont proches mais pas identiques : la propriété est le pouvoir de jouissance de la chose, alors que la possession est la jouissance effective de cette chose. Voir F. DANOS, *Propriété, possession et opposabilité*, Paris I, 2006, pages 335 et suivantes

⁵⁷⁸ Voir en ce sens R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

⁵⁷⁹ Or en matière de possessoire, le titre en tant que preuve est indispensable. Voir M. ALTER, *L'obligation de délivrance dans la vente de meubles corporels*, Paris, 1972, page 44 : « Transférer le titre, véritable instrument possessoire, c'est donc conférer la possibilité d'entrer en possession. Cette remise équivaut bien à une délivrance réelle car elle permet à l'acheteur de se mettre en possession et d'enlever au vendeur le moyen de s'y perpétuer : le récépissé endossé au nom de l'acquéreur lui ouvre les portes de l'entrepôt et lui permet de retirer la marchandise, la présentation du connaissement l'autorise à exiger du capitaine la livraison ».

⁵⁸⁰ P.-J. RAVAIL, *De l'objet de la possession, Essai sur le droit romain, l'ancien droit français et le droit actuel*, Poitiers, 1899, page 121

⁵⁸¹ P. BLOCH, *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

⁵⁸² A. PELISSIER, *Possession et meubles incorporels*, Montpellier, 2001, page 308

ne signifie pas transfert nécessairement juridique.

89. **Conclusion sur le transfert de propriété et l'inscription en compte.** Selon certains auteurs, en fixant la date du transfert de la propriété des valeurs cotées au jour de l'inscription au crédit du compte de l'acheteur, le législateur a implicitement retenu la même analyse que celle relative aux unités monétaires scripturales. Son choix étant dicté par l'application des principes relatifs au transfert de choses de genre, la règle adoptée doit être étendue à l'ensemble des valeurs mobilières, y compris les valeurs non cotées. Dès lors, un tel choix témoigne d'une volonté forte : le transfert de la monnaie scripturale et celui des valeurs dématérialisées ne doivent pas être envisagés séparément⁵⁸³. Les valeurs scripturales étant des choses de genre non individualisées, la convention n'entraîne pas automatiquement le transfert de propriété qui a lieu lors de l'individualisation⁵⁸⁴ et à défaut, lors de la livraison des fonds ou des titres. « L'individualisation s'opère par l'inscription à un compte spécial et, *a priori*, la livraison résulte de l'exécution du virement. Néanmoins, un certain trouble s'est installé, suscité par les différentes positions jurisprudentielles. C'est pourquoi il convient d'entreprendre une réflexion sur le virement »⁵⁸⁵.

Si l'intention du législateur est claire, le choix de l'inscription en compte comme moment du transfert de propriété ne fait toujours pas l'unanimité au sein de la doctrine. Certains auteurs reviennent que l'efficacité du transfert de propriété résulte non du consentement des parties, mais de l'accomplissement de formalités de transfert⁵⁸⁶. Sur le caractère substantiel conféré à l'inscription en compte, les opinions sont multiples. Une

⁵⁸³ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

⁵⁸⁴ J.-P. CHAZAL, S. VICENTE, *Le transfert de propriété par l'effet des obligations dans le code civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2000, page 477

⁵⁸⁵ C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, § 355, 356 et 357, page 179 et 180

⁵⁸⁶ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 79. Cette opinion est rejetée en raison de la nature incorporelle des titres financiers. Le transfert de propriété nécessite un écrit, et le simple consentement de suffit pas : G. BLANLUET, *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81

partie de la doctrine affirme que « la loi tire les conséquences de l'inscription en compte des valeurs mobilières qui, depuis la dématérialisation, devient l'élément déterminant et pleinement assimilé à la force autrefois attachés à la possession du titre papier ». Une autre, à l'inverse, réfute tout caractère substantiel à l'inscription en compte pour trois raisons. Tout d'abord, si le mécanisme scriptural devait conduire à constater l'incorporation du droit dans le compte⁵⁸⁷, la réforme aurait dû s'attacher à l'ensemble des ventes ayant pour objet des valeurs mobilières inscrites en compte, ce qui n'est pas le cas⁵⁸⁸. Ensuite, l'article 47 bis ne vise pas à déplacer le moment du transfert de propriété à la passation de l'écriture au compte de l'acquéreur mais à adapter le droit à la technique des marchés boursiers. Enfin, elle tire argument du fait que le transfert est résolu de plein droit si la livraison n'a pas lieu pour en conclure qu'« il y aurait été illogique de reconnaître à l'inscription une force particulière alors que dans le même temps, elle pouvait être contre-passée »⁵⁸⁹. La doctrine n'est finalement pas en mesure de présenter une analyse homogène du transfert de propriété des instruments financiers⁵⁹⁰. Mme Christine Lassalas le résume en analysant l'opinion de M. Philippe Goutay : « Son deuxième argument ne convainc pas : un système de droit cohérent ne doit pas s'adapter à une technique professionnelle particulière, sous peine de devenir une simple réglementation »⁵⁹¹.

Les arguments en faveur d'une inscription en compte effectuant le transfert de propriété sont pourtant séduisants⁵⁹². Mais force est de constater que la théorie se heurte à une pratique d'une grande technicité⁵⁹³. Dans sa quête d'une dématérialisation qui

⁵⁸⁷ Voir par exemple J. LARGUIER, *La notion de titre en droit privé*, Dalloz, Paris, 1951, pages 244 et suivantes

⁵⁸⁸ B. PARANCE, *La possession des biens incorporels*, Paris I, 2003, page 35

⁵⁸⁹ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 79

⁵⁹⁰ F. CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND, *Le contrat comme instruments financiers*, in *L'avenir du droit, Mélanges en l'honneur de François Terré*, Dalloz, PUF, Editions du Juris-classeur, 1999, page 661

⁵⁹¹ J. PRIEUR, A. BIENVENU-PERROT, *op. cit.*, page 79

⁵⁹² Voir par exemple J.-P. BOUERE, H. de VAUPLANE, *Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de compte et son client*, Bull. Joly, 1997, §242, page 617

⁵⁹³ H. de VAUPLANE, *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13

n'enlèverait rien à la substance du droit acquis, le législateur a cherché un outil permettant un transfert de propriété qui serait l'adaptation parfaite de la tradition pour les titres immatériels⁵⁹⁴. Même si certaines techniques demeurent et sont parfaitement justifiées, le mécanisme de l'inscription en compte est de loin le plus logique et le plus similaire à ce mécanisme, puisque dans certains cas, l'inscription en compte ne sert pas seulement à en transférer la propriété, mais à créer la propriété-même de la chose en reconnaissant son existence⁵⁹⁵.

§3. De la détention intermédiée

90. **Introduction.** La détention est dite intermédiée par l'adjonction d'un acteur dont la mission principale est d'assurer cette détention, par opposition à la détention initiale où un intermédiaire n'est pas nécessaire⁵⁹⁶. Il est maintenant acquis que l'inscription en compte opère le transfert de propriété des titres financiers. Il serait donc normal de considérer que le dépositaire qui se voit confier des titres devra les inscrire en compte⁵⁹⁷. Il en serait alors le propriétaire légitime, jusqu'à leur restitution au propriétaire initial. Mais est-ce vraiment le cas en pratique ? La détention de titres intermédiés, que la Convention d'UNIDROIT définit comme des titres portés au crédit d'un compte de titres ou tous droits sur des titres qui résultent du crédit de titres à un compte de titres⁵⁹⁸, opère-

⁵⁹⁴ J.-P. CHAZAL, S. VICENTE, *Le transfert de propriété par l'effet des obligations dans le code civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2000, page 477

⁵⁹⁵ F. BARRIERE, *Cotation et négociation d'instruments financiers non-fongibles*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2008, n°2, page 174, sur les promesses d'actions : « Ces actions en germe n'existent pas encore ; le certificat du dépositaire constatant le dépôt des fonds suite à la souscription des actions ne sera délivré que lors du règlement-livraison de l'augmentation de capital en numéraire et ce n'est qu'à ce moment-là que les actions seront inscrites en compte et émises. Tant que les sommes exigibles au titre de la souscription n'ont pas été versées ou « réglées », les actions ne seront pas créées ni donc « livrées » ».

⁵⁹⁶ F. DRUMMOND, *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Études de Droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, page 147

⁵⁹⁷ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

⁵⁹⁸ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 1 b)

t-elle un transfert de propriété ?

91. **Un transfert nuancé au regard de la pratique.** La durée courte de cette détention, et la faculté de restitution des actifs appartenant uniquement au déposant et selon ses propres demandes, peuvent atténuer l'idée d'un réel transfert de propriété. En effet, la conception de transfert de propriété, comme celui pouvant résulter d'une cession d'actifs, est tout simplement inapplicable en la matière pour des raisons évidentes⁵⁹⁹. Même si le dépositaire possède une grande liberté d'actions et de décisions, il est néanmoins tenu dans tous les cas par l'intérêt supérieur et primordial de l'investisseur. L'article L. 211-9 du Code de commerce énonce : « Le teneur de compte-conservateur sauvegarde les droits du titulaire des comptes sur les titres financiers qui y sont inscrits ». Le terme de « sauvegarde », s'il renvoie aux notions de garde, de protection, de défense et de préservation, ne permet pas de présumer que le teneur de compte-conservateur a la faculté de mettre en œuvre les droits qu'il sauvegarde. Si le transfert de droit de propriété semble bien réel car matérialisé par l'inscription en compte des actifs chez le dépositaire, la question des limites de ce transfert est encore discutable⁶⁰⁰.

92. **Les lacunes de la Convention d'UNIDROIT.** La Convention d'UNIDROIT est un texte remarqué et félicité pour son incroyable apport de définitions⁶⁰¹. Malheureusement, il apporte assez peu de précisions sur la nature de la

⁵⁹⁹ H. CAUSSE, *La cession de titres*, MTF Haute Finance, août 1994, page 33

⁶⁰⁰ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

⁶⁰¹ La nécessité des définitions claires et précises, tant des termes que des concepts, était un appel des vœux de la délégation française d'UNIDROIT, comme le précisent les Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption de la présente Convention, en son 1.3. L'un des atouts majeurs de cette réglementation est donc l'effort de définition. Il s'agit non seulement de définitions de termes, mais également de savoir les réalités que recourent certaines notions. Sur ce point, l'article 17 de la Convention d'UNIDROIT prévoit que notamment que l'« acquéreur » désigne le titulaire de compte de titres, ou toute personne à qui un droit sur des titres intermédiés est conféré. La Convention définit également une « écriture défectueuse », ou encore un « moment déterminant ». Mais la Convention s'applique également à définir des notions plus complexes, comme par exemple les conditions permettant de retenir qu'une personne devrait avoir connaissance d'un fait ou d'un droit. Elle note particulièrement qu'il faut tenir compte des

détention intermédiée et le droit conféré. Selon l'article 4., il peut être total ou seulement partiel sur une catégorie, quantité, proportion ou valeur de titres intermédiés⁶⁰². En définitive, le droit acquis peut porter sur l'ensemble du compte de titres, ou bien sur une individualité des éléments de ce compte, que cette individualité soit formée au niveau des titres, de groupes de titres, ou encore de leur volume ou leur valeur⁶⁰³. Là encore, c'est la définition la plus large qui est retenue. Elle englobe toutes les particularités des systèmes nationaux. En outre, ce droit est autonome et non conditionnel, et ne peut pas faire l'objet d'un aménagement par le droit national⁶⁰⁴. Rappeler ainsi que la disposition de la Convention d'UNIDROIT ne nécessite pas une réception en droit national et s'applique immédiatement n'est pas sans mettre en éclairage la mesure ainsi visée par le texte. Pour

caractéristiques et exigences des marchés financiers, notamment du système de détention intermédiée, et invoque les circonstances dans lesquelles le responsable de l'opération aurait raisonnablement du être informé. Cette approche est beaucoup plus étroitement liée à la pratique financière et à l'observation des marchés qu'aux critères de droit traditionnel. Il est ici à remarquer que jusqu'alors, aucune de ces expressions n'avaient fait l'objet d'une définition en droit national français. Cette initiative est donc le marqueur d'une harmonisation de ces concepts pourtant élémentaires au niveau européen. L'intention est évidente de mettre à plat une base commune solide. De même, l'article suivant donne une définition harmonisée d'un acquéreur de bonne foi, et précise les conséquences d'une acquisition de bonne ou de mauvaise foi. Il note particulièrement que la bonne foi se caractérise par le fait de ne pas avoir ou de ne pas devoir avoir connaissance. Prouver la simple ignorance du fait ne suffit pas à bénéficier de la dérogation apportée par la bonne foi. L'article 31 de la Convention d'UNIDROIT vient apporter quelques précisions d'harmonisation sur le « champ d'application ». Loin de constituer une avancée, ces précisions sont une base solide et fiable permettant une mise en œuvre de l'harmonisation des différents régimes, à commencer par une harmonisation des termes employés pour désigner acteurs, mécanismes et contrats. Elle rappelle ainsi que les dispositions de la Convention peuvent faire l'objet d'une dérogation par le droit non conventionnel, pour conférer des droits ou pouvoirs supplémentaires à un preneur de garantie. Elle établit une base solide en donnant une définition harmonisée de contrat de garantie, contrat de garantie avec constitution de sûreté, contrat de garantie avec transfert de propriété, obligation de garantie, les titres remis en garantie, le preneur de garantie, le constituant de garantie, le cas de résiliation, les titres équivalents, la clause de compensation. La convention retient aussi qu'un relevé des sommes que se doivent mutuellement les parties en vertu de ces obligations est établi et un montant égal au solde net doit être versé par la partie dont la dette est la plus élevée. L'article 32 ajoute que : « La loi d'un État contractant donne effet à un contrat de garantie avec transfert de propriété conformément à ses clauses ».

⁶⁰² Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 12 4. : « Un droit sur des titres intermédiés peut être conféré conformément au présent article et rendu opposable aux tiers : a) sur un compte de titres (et le droit porte sur tous les titres intermédiés qui figurent à tout moment au crédit de ce compte) ; b) sur une certaine catégorie, quantité, proportion ou valeur des titres intermédiés figurant à tout moment au crédit d'un compte de titres ».

⁶⁰³ D. DOMMEL, *Le titre en compte courant et la gestion des valeurs mobilières*, Publication du Comité central d'enquête sur le coût et le rendement des services publics, novembre 1948

⁶⁰⁴ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 12 : « 2. Aucune mesure supplémentaire n'est nécessaire ou ne peut être exigée par le droit non conventionnel ou par toute autre règle de droit applicable dans une procédure d'insolvabilité pour rendre ce droit opposable aux tiers ».

faire l'objet d'un tel rappel, c'est bien entendu que les règles définies précédemment sont d'une prééminence telle, que la Convention s'assure par tout moyen qu'il ne sera pas fait obstacle à leur mise en œuvre.

L'article 12 de la Convention d'UNIDROIT traite partiellement de la nature du droit conféré par la conservation⁶⁰⁵. Le texte parle ainsi de droit, mais ne définit pas la nature de ce droit. Il fait référence à un droit de garantie ou un droit limité autre qu'une garantie. Le 3. apporte cependant quelques précisions. Tout d'abord, la personne à qui le droit est conféré est l'intermédiaire pertinent. La notion d' « intermédiaire pertinent » n'est pas sans rappeler celle d' « intermédiaire tenant les comptes de l'actionnaire final », développé dans le projet de convention de La Haye de décembre 2002⁶⁰⁶. Cette précision est intéressante en ce qu'elle pourrait déboucher sur la constatation que c'est bien le sous-conservateur qui détient les actifs, et non plus le dépositaire qui en a la charge. En outre, cet intermédiaire pertinent doit être clairement identifié et faire l'objet d'une convention de contrôle⁶⁰⁷. La situation envisagée semble donc directement viser l'intervention du sous-conservateur : en effet, c'est lui qui détient effectivement les actifs et en assure la protection, il est donc l'intermédiaire pertinent⁶⁰⁸. Il fait l'objet d'une identification à travers la convention de Prime Brokerage et la convention de délégation qui le lie au dépositaire principal, ce dernier conservant sur lui un contrôle de ses actes. En définitive, la combinaison de ces deux articles signifie que le dépositaire et le Prime Broker⁶⁰⁹ possèdent des droits de même nature sur les actifs qui leur sont confiés⁶¹⁰.

⁶⁰⁵ Son 1. dispose ainsi : « Sous réserve de l'article 16, un titulaire de compte confère à une autre personne un droit sur des titres intermédiés, y compris une garantie ou un droit limité autre qu'une garantie : a) en concluant avec ou en faveur de cette personne ; et b) lorsqu'une des conditions énumérées au paragraphe 3 est réalisée et que l'État contractant pertinent a fait une déclaration relative à cette condition conformément au paragraphe 5 ». Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 12 1.

⁶⁰⁶ M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49

⁶⁰⁷ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 12 3. : « Les conditions visées au paragraphe 1(b) sont les suivantes : a) les personnes à qui le droit est conféré est l'intermédiaire pertinent ; b) une identification a été effectuée en faveur de cette personne ; c) une convention de contrôle en faveur de cette personne est en vigueur ».

⁶⁰⁸ Voir en ce sens F. BUSSIÈRE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

⁶⁰⁹ Son intervention sera détaillée plus avant.

⁶¹⁰ S. PUEL, *Prime Brokerage, la réglementation évolue*, Banque et Stratégie, n°224, 2005, page 13

Mais quant à la nature de ce droit, la Convention ne prend pas partie. Elle laisse tout juste supposer une petite préférence lorsqu'elle stipule que les titres et titres intermédiés ne font pas partie des actifs de l'intermédiaire disponibles pour distribution aux créanciers de l'intermédiaire ou pour réalisation en leur faveur⁶¹¹. Exclure ces titres des actifs disponibles du dépositaire revient à exclure la possibilité d'un transfert temporaire de propriété⁶¹². Mais la Convention ne donne pas d'indication supplémentaire.

93. **Un principe non harmonisé.** D'autre part, le transfert d'un droit de propriété n'est pas de rigueur dans toutes les législations. On retrouve dans les règles américaines, l'impératif de possession et de contrôle des actifs de l'investisseur⁶¹³, celui

⁶¹¹ Convention d'UNIDROIT, article 25 : « 2. Sous réserve de l'article 20, les titres et les titres intermédiés affectés conformément au paragraphe 1 ne font pas partie des actifs de l'intermédiaire disponibles pour distribution aux créanciers de l'intermédiaire ou pour réalisation en leur faveur ».

⁶¹² Le contenu de la détention est précisé à l'article 24 de la Convention d'UNIDROIT, intitulé « Détention ou disponibilité d'une quantité suffisante de titres ». Cet article est une conséquence directe de la crise financière et de la crise de liquidité qui a pu en découler. Il impose à l'intermédiaire de détenir ou disposer d'un nombre ou d'un montant total de titres égal au nombre total des titres qu'il détient dans les comptes pour un autre titulaire et éventuellement dans ses comptes propres, et ce quel que soient le mode de détention des titres et l'obligation de contrôle de leur propriété. C'est une obligation à laquelle il doit se conformer en toutes circonstances. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 24 : « 1. Un intermédiaire doit détenir ou disposer d'un nombre ou d'un montant total de titres et de titres intermédiés égal au nombre ou au montant total des titres de même genre qui figurent au crédit : a) des comptes de titres qu'il tient pour ses titulaires de comptes autres que lui-même ; et b) le cas échéant, des comptes de titres qu'il tient pour lui-même. 2. Un intermédiaire peut se conformer au paragraphe 1 : a) en obtenant l'inscription des titres sur le registre de l'émetteur au nom ou pour le compte de ses titulaires de comptes ; b) en détenant des titres en tant que titulaire inscrit sur le registre de l'émetteur ; c) en possédant des certificats ou d'autres documents matérialisant la propriété des titres ; d) en détenant des titres intermédiés auprès d'un autre intermédiaire ; ou e) par toute autre méthode appropriée. 3. Si, à tout moment, les obligations résultant du paragraphe 1 ne sont pas respectées, l'intermédiaire doit prendre les mesures nécessaires pour s'y conformer dans le délai permis par le droit non conventionnel. 4. Le présent article ne porte pas atteinte à toute disposition du droit non conventionnel et, dans la mesure permise par ce dernier, à toute disposition des règles uniformes d'un système de règlement-livraison ou de la convention de compte relative à la manière de se conformer aux obligations résultant du présent article, à la répartition des coûts des mesures nécessaires à cette fin et aux conséquences de tout manquement à ces mesures ». L'ajout de cet article a le mérite d'apporter quelques précisions sur la nature de la détention. On y apprend par exemple que la détention ne se restreint pas à détenir les actifs en son nom, mais aussi au nom du titulaire du compte propriétaire des titres.

⁶¹³ F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

de la ségrégation des comptes propres du dépositaire par rapport ceux de l'OPCVM^{614 615}. Le droit américain reconnaît aux acteurs des titres financiers les mêmes prérogatives qu'en droit européen⁶¹⁶. En droit américain notamment, le dépositaire se voit octroyer lors du dépôt un « security entitlement »⁶¹⁷. Sa nature est différente d'un droit de propriété puisque le Code of Federal Regulations stipule que « security entitlement » désigne les droits et intérêts d'un détenteur possédant un titre, en vertu de l'inscription sur un registre⁶¹⁸. Apparaissent dès lors les notions de droits et d'intérêts à la propriété⁶¹⁹, qui font plus référence à un droit de créance⁶²⁰ qu'à un droit de propriété en tant que tel⁶²¹. Cette distinction, qui ne pose aucune ambiguïté lorsque la situation envisagée reste purement nationale, devient plus problématique lorsqu'une chaîne de délégation concerne des acteurs provenant de différents pays⁶²².

Prenons le cas d'un dépositaire de même nationalité que l'investisseur, mais dont

⁶¹⁴ Voir en ce sens A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 13 ; M. CLEMENT, *La ségrégation des avoirs, Annexes au rapport CNCT*, in *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, page 239

⁶¹⁵ On retrouve également une limitation du montant des sécurités par les Prime Broker : M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, Appendix I. Securities Exchange Act's rule 15C3-3, page 9 : « A broker-dealer must maintain possession or control of certain customer securities (all fully paid securities and excess margin customer securities i.e., securities in a customer's margin account that exceed 140 percent of the margin debit in their account.) As to customer cash, a broker-dealer must deposit the cash or « qualified securities » of like value in a special account known as the « reserve account ». In other words, the broker-dealer is required to segregate all customer cash or money obtained from the use of customer property that has not been used to finance transactions of other customers. As to customer securities that are not required to be in the broker's control (e.g., those securities posted as required collateral that can be pledged as collateral to third parties), the broker-dealer is subject to limits on the amount it can borrow against such securities ».

⁶¹⁶ P.-E. PARTSCH, *Droit bancaire et financier européen*, Larcier, 2009

⁶¹⁷ Voir B. MOJUYE, « Titres financiers » et « securities » au regard de l'article 8 du uniform commercial code (UCC), *Revue de Droit Bancaire et Financier*, mars-avril 2009, page 86

⁶¹⁸ Code of Federal Regulations, Title 31. Money and Finance: Treasury, §357.2. Definitions : « Security entitlement means the rights and property interests of an Entitled Holder with respect to Book-entry Security ».

⁶¹⁹ F. ALLEN, A.-M. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do ?*, *Journal of Banking and Finance*, 2001, page 1461

⁶²⁰ B. MINEI, *Essai sur la nature juridique des droits réels et des droits de créance*, Paris, 1912, page 125

⁶²¹ A. PRÜM, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, 2009, page 1. Voir également sur cette notion de droit de créance E. THALLER, *De la nature juridique du titre de crédit, contribution une étude générale sur le droit des obligations (dette abstraite, acte unilatéral, délégation)*, Paris, 1907, page 23 ; F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

⁶²² Voir par exemple I. VOULGARIS, *Les conflits de lois en matière de transfert de propriété*, Paris, 1970

les actions détenues sont de droit étranger. En pratique, le dépositaire fait souvent appel à un sous-dépositaire de même nationalité que le droit des actions confiées⁶²³. Or en fonction de ce droit, le dépositaire ne pourrait arguer qu'un droit de propriété ou qu'un droit de créance, en cas de défaillance de son sous-dépositaire. Si le dépositaire est français, le Règlement Général de l'AMF ne prévoit aucun aménagement de sa responsabilité, puisqu'en vertu des articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financier, sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde. Dès lors, le dépositaire assume totalement le risque de défaillance de son sous-conservateur, puisqu'il reste seul responsable si ce dernier ne lui restitue pas les titres financiers confiés⁶²⁴.

94. **Une détention énigmatique.** La détention intermédiée est problématique sur bon nombre de points. Non seulement elle opère un transfert de propriété incomplet, puisque le dépositaire n'a pas l'usage de la chose déposée⁶²⁵, mais elle est également tributaire des différentes conceptions du droit attaché à la chose⁶²⁶. Il s'agit donc d'une détention polymorphe et en définitive assez mal identifiée⁶²⁷. Tant sur l'hésitation entre un dépôt régulier et irrégulier, que sur les questions relatives à l'inscription en compte et au transfert de propriété, le droit français n'a pas réussi à élaborer une vision claire et unifiée du régime du dépôt de titres financiers. Cette fois-ci, le recours à des notions de droit civil s'avère vain. La pratique, dans sa grande complexité, n'autorise plus de comparaisons satisfaisantes avec des mécanismes de droit commun connus et éprouvés. Force est de constater que le dépôt de titres financiers, en particulier depuis la dématérialisation de ces titres, forge lentement une pratique novatrice, et impose un régime de droit sans lien avec le dépôt de droit commun.

⁶²³ Voir *infra*

⁶²⁴ Voir *infra*

⁶²⁵ P. BLOCH, *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

⁶²⁶ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

⁶²⁷ F. AUCKENTHALER, *Obligations d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé*, La Semaine Juridique, 1998, n°1914

Cet objet possède des spécificités intrinsèques. Mais il impose également un traitement particulier. Là encore, les acteurs doivent s'adapter à la singularité des titres financiers. Les missions du dépositaire de titres financiers n'ont plus rien de commun avec celles d'un dépositaire de droit civil.

95. **Un mandat particulier et novateur ?** Le dépôt de droit financier pourrait-il être une forme particulière et totalement innovante de mandat ? En pratique, les règles applicables sont d'une similarité troublante, qui rend les deux mécanismes ardu à distinguer. Cependant il semble qu'une différence demeure quant à l'objectif de chaque mécanisme. Selon un auteur, la différence réside alors dans la finalité de la remise et de la conservation : dans le mandat, cette finalité est l'exécution de la mission, alors que dans le dépôt elle est la restitution au déposant⁶²⁸. De plus, le seul fait pour un mandataire de recevoir des fonds pour le compte de son mandant ne suffit pas à transformer le mandat en dépôt, donc le dépôt ne peut pas se définir uniquement comme un mandat. Il semble que la distinction soit claire en principe. Le dépositaire reçoit les biens à charge de les conserver et de les restituer, mais pas à charge d'opérer une action d'aucune sorte sur ces biens. Il en va de même pour le prêt à usage⁶²⁹. En quelques sortes, le dépôt aurait un périmètre de prérogatives plus réduit que les prêts à usage et le mandat, car il se réduirait à la conservation et restitution de la chose⁶³⁰.

Cependant, face au cas du dépôt de titres financiers, les interrogations demeurent, car la vocation du dépositaire de titres financiers n'est plus uniquement ici de conserver les actifs, mais d'effectuer une véritable tenue de compte sur ces derniers, tenue qui pourrait clairement s'apparenter à une mission octroyée par l'investisseur lui-même⁶³¹. En parallèle de la simple conservation caractéristique du contrat de dépôt, il faut donc envisager une deuxième perspective au rôle du dépositaire, perspective qui s'inscrirait

⁶²⁸ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, huitième édition, Montchrestien lextenso, 2008, §1031

⁶²⁹ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1012, page 528

⁶³⁰ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 368

⁶³¹ M.-A. BORISSOVA, *L'investisseur face aux réseaux de distribution d'OPCVM*, Strasbourg, 2011, page 17

plus volontiers dans l'idée d'un mandat⁶³². Un auteur estime que non seulement aucun trait similaire entre le dépôt et le mandat n'invite à la confusion des deux types de contrats, mais encore, la différence qui les sépare définitivement, tant sur le plan de leur formation que sur le terrain de leur exécution, n'est pas de degré, mais de nature⁶³³. Dans un premier temps, il note que le contrat de dépôt est un contrat réel, dont la validité est subordonnée par la remise de la chose, alors que le contrat de mandat est un contrat consensuel, formé par le seul accord de volonté des parties⁶³⁴. Dans un deuxième temps, il remarque également que le mandataire n'accomplit dans l'exercice de son mandat que des actes juridiques, tandis que le dépositaire opère aussi des actes matériels. Les deux contrats semblent par nature d'une si grande différence qu'aucune confusion n'est permise.

96. **Conclusion.** La nature de la détention des titres financiers est désormais connue, du moins dans ses aspects qui ne soulèvent aucun débat. Mais la nature immatérielle de ces titres marque profondément le comportement des acteurs en présence⁶³⁵. En effet, comment peut-on assurer la garde d'un objet immatériel ? Répondre à cette question revient à détailler les missions du dépositaire de l'OPCVM. L'AMF a très tôt précisé que ces missions sont de deux ordres. Il s'agit d'une part d'une mission de conservation des actifs au sens strict⁶³⁶, et d'autre part d'une mission de contrôle des décisions de l'OPCVM, comme le stipule l'article 323-1 du Règlement Général de l'AMF⁶³⁷.

⁶³² Voir *infra*

⁶³³ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470

⁶³⁴ P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 200

⁶³⁵ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

⁶³⁶ Voir T. BROWN, R. PAROLAI, *L'analyse juridique de l'activité de conservation globale*, Banque et Droit, mai-juin 1995, page 27

⁶³⁷ « En application des articles (Arrêté du 3 octobre 2011) « L. 214-10 (Arrêté du 11 décembre 2013) » et « L. 214-48 dans sa rédaction antérieure à la date de publication de l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 (Arrêté du 11 décembre 2013) « ... » du code monétaire et financier, le dépositaire conserve (Arrêté du 11 décembre 2013) « les actifs de l'OPCVM » et s'assure de la régularité (Arrêté du 11 décembre 2013) « des décisions de l'OPCVM ». Les dispositions de la présente section s'appliquent aux

Chapitre II. La tenue de compte conservation

97. **Introduction.** Identifier clairement ce que désigne la conservation est une première étape à la compréhension du dépôt. Mais cette présence n'est pas complète si la conservation n'est pas adaptée à la particularité des titres financiers. Il a pu être explicité précédemment que si la conservation de choses matérielles est aisée à définir, la conservation de choses immatérielles est beaucoup plus difficile à appréhender⁶³⁸. Or les titres financiers sont des choses immatérielles tout à fait particulières. Comment s'effectue en pratique une conservation de titres financiers ?

La réponse à cette question est des plus surprenantes, et montre l'extrême adaptabilité du droit sur ce point. Le dépositaire de titres financiers effectue une mission unique, qui possède une double qualification juridique : sa mission de conservation des titres est effectuée à travers sa mission de tenue de compte. La réunion de ces deux activités se nomme « tenue de compte conservation ».

98. **Quelques précisions.** Mais cette mission de tenue de compte conservation ne s'applique pas à tous les titres financiers. En ce qui concerne la garde des actifs, l'Autorité des marchés financiers a eu l'occasion de préciser le régime applicable à ces dépositaires, en divisant ses prérogatives en deux catégories, suivant la nature des titres conservés. L'article 323-2 du Règlement général dispose ainsi qu'au titre de la conservation des actifs d'un OPCVM, le dépositaire exerce la tenue de compte conservation des « titres financiers mentionnés au II » de l'article L. 211-1 du Code

instruments financiers émis sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger ».

⁶³⁸ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

monétaire et financier, à l'exclusion des instruments financiers nominatifs purs, et la tenue de position des actifs de l'OPCVM autres que « les titres financiers » mentionnés au 1° et des instruments financiers nominatifs purs. C'est donc la nature des actifs détenus qui détermine la consistance de la mission de conservation du dépositaire d'OPCVM⁶³⁹.

En plus de la conservation des actifs, le dépositaire possède également une obligation de contrôle sur les actes de gestion des dépôts : il a pour mission de vérifier la conformité du fonds aux dispositions légales, contractuelles et déontologiques⁶⁴⁰. Ce contrôle s'opère sous deux formes : le « plan de contrôle » et la « procédure d'alerte ». Le « plan de contrôle » porte sur les éléments essentiels de la gestion de l'OPC : les règles d'investissement, de composition et de montant minimum de l'actif, la périodicité de valorisation de l'OPC, les règles et procédures d'établissement de sa valeur liquidative, ou autres⁶⁴¹. En outre, le dépositaire a la faculté d'engager une « procédure d'alerte », si à l'occasion de son contrôle il constate des anomalies qu'il signale, en application de l'article 323-19 du Règlement Général de l'AMF⁶⁴².

99. **Plan.** La tenue de compte conservation est une activité du dépositaire de titres qui a fait l'objet d'une longue évolution. Elle aussi a suivi la lente métamorphose des titres financiers, et à la tenue de compte au sens matériel, la pratique a substitué une tenue de compte conservation d'instruments financiers immatériels⁶⁴³. C'est

⁶³⁹ L'ordonnance du 25 juillet 2013 apporte une précision sur les termes de la garde en matière de FIA. Désormais, en vertu de l'article L. 214-24-8 II du Code monétaire et financier, le dépositaire de FIA assure la conservation des instruments financiers enregistrés sur un compte d'instruments financiers ouvert dans ses livres et des instruments financiers qui lui sont physiquement livrés, et pour les autres actifs, il assure une tenue de registre. Cette tenue de registre consiste à vérifier qu'ils sont la propriété du FIA et en tenir le registre. Cette tenue de registre sera développée plus avant.

⁶⁴⁰ Il s'agit en pratique d'un contrôle des décisions, par exemple le respect du ratio de division des risques. Mais ce contrôle a pu être vivement critiqué, en ce qu'il impose une immixtion du dépositaire dans la gestion de l'OPCVM, et que cette immixtion serait contraire au principe de séparation entre les activités des dépôts et les activités de gestion. Voir en ce sens P. GUILHAUMAUD, *La responsabilité civile des dépositaires d'OPCVM*, Banque et Droit, 1992, page 155 ; G. ELIET, *Des fonds éthiques à l'éthique des fonds*, Bull. Joly Bourse, janvier 2002, n°1, page 8

⁶⁴¹ N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, pages 86 et suivantes

⁶⁴² Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

⁶⁴³ Voir en ce sens la vision de la tenue de compte à la suite de la dématérialisation des titres financiers, par exemple J. LE CALVEZ, *La tenue de compte des valeurs mobilières*, Juris Classeur, 1985, fascicule

cette lente évolution qu'il s'agit de présenter tout d'abord, pour comprendre le processus de création de la tenue de compte conservation (Section 1). Une fois le processus abouti, quelques mises au point et améliorations ont été nécessaires pour perfectionner la mission du dépositaire. Qu'il s'agisse de meilleures pratiques internes, ou d'adaptation aux règles internationales⁶⁴⁴, certains textes ont apporté des modifications profondes à l'activité de tenue de compte-conservation (Section 2). Si ces derniers textes parachèvent un régime juridique viable, il est purement national et européen. Il faut attendre la Convention d'UNIDROIT pour reprendre, au moins partiellement, les règles ainsi élaborées, et assurer une base internationale commune à la tenue de compte conservation (Section 3).

Section 1. La création de la tenue de compte conservation

100. **Plan.** La création de la tenue de compte conservation n'a été un processus ni uniforme ni linéaire. Les étapes successives s'étalent sur plusieurs décennies, et sont mues par des objectifs distincts suivant les différentes périodes. On retrouve cependant certaines constantes dans les vecteurs d'évolution⁶⁴⁵. Il est évident que le concept de tenue de compte conservation est né et a germé en droit européen (Sous-Section 1). Une fois la base de ce concept établi, c'est le droit national qui s'est chargé d'ériger un régime juridique viable et complet (Sous-Section 2). Il revient alors au Règlement Général de l'AMF d'apporter les modifications nécessaires au fonctionnement normal de la tenue de compte conservation (Sous-Section 3).

112.22

⁶⁴⁴ Voir en ce sens P. d'ARVISENET, *Échanges et finance internationale*, Revue Banque édition, 1998, page 17

⁶⁴⁵ L. DUGUIT, *Les transformations générales du droit privé depuis le code Napoléon*, deuxième édition, La Mémoire du Droit, 1999, page 127

Sous-Section 1. La conception de la tenue de compte conservation au niveau européen

101. **Les divergences des systèmes européens avant 1985.** La dématérialisation des actifs, opérée en France en 1981, a pour conséquence de soulever un problème jusqu'alors inexistant, celui de la conservation d'un actif immatériel⁶⁴⁶. Avant cette dématérialisation, la conservation consistait très simplement en la détention d'un titre papier matérialisant le titre financier, et ne faisait l'objet d'aucune interrogation puisque le régime du dépôt de droit commun pouvait parfaitement s'appliquer. Mais en supprimant le support papier, toute certitude sur le mode de détention s'est évanouie, et la nécessité de préciser les nouvelles règles applicables à la détention de titres immatériels s'est rapidement faite sentir. Cependant les précisions alors apportées consistaient principalement en des apports relatifs à la pratique, et la nature juridique de la nouvelle conservation n'avait jamais réellement été évoquée.

À la suite de cette dématérialisation des actifs, ayant eu lieu à des dates différentes et selon des modalités différentes dans chaque État membre, et en écho à la demande pressante de libre circulation des actifs dans l'Union Européenne, un état des lieux est établi pour recenser les différences de traitement du dépositaire selon les pays membres. Tel constat apparaît dès la directive OPCVM de 1985, dans ses tout premiers considérants⁶⁴⁷. La directive reconnaît que les législations des États membres en matière d'organismes de placement collectif se différencient sensiblement les unes des autres⁶⁴⁸, notamment quant aux obligations et aux contrôles auxquels elles les soumettent, et que ces différences entraînent des perturbations des conditions de concurrence entre ces

⁶⁴⁶ D. GUTMANN, *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65

⁶⁴⁷ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 85

⁶⁴⁸ Voir notamment pour la France L. MAUDUIT-DUMOULIN, *Les organisations intermédiaires d'investisseurs. Contribution à l'étude de la dimension collective du capitalisme en France*, Lille, 2000, page 10

organismes et n'assurent pas une protection équivalente des participants⁶⁴⁹. Il était indispensable de mettre à plat les réglementations et d'édifier une base commune pour les OPCVM.

102. **La nécessité d'une base commune.** Devant la nécessité d'une base commune, la directive OPCVM de 1985 ose une courte évocation des missions du dépositaire. C'est l'article 7 qui précise les missions, le 1. dispose que la garde des actifs du fonds commun de placement doit être confiée à un dépositaire⁶⁵⁰. Cependant, la directive ne précise pas ce qu'elle entend par le terme « garde ». De même, cette courte phrase fait appel à la fois à la mission de tenue de compte-conservation, mais également à la tenue de position des actifs⁶⁵¹. Cette définition n'a rien d'innovant, elle se constitue uniquement d'un rappel des différentes pratiques des États membres. Le dépositaire est alors un sujet considéré comme tout à fait annexe, et qui reste encore sous l'égide des lois nationales. Cette seule mention qui en est faite laisse présager l'ampleur de la création juridique indispensable à l'élaboration d'un régime conséquent de tenue de conservation des actifs⁶⁵².

103. **La Directive Services d'Investissement (DSI).** Il faut attendre 1993 pour que la directive Service d'investissement⁶⁵³ apporte quelques précisions sur la nature de cette mission. Cette directive a pour ambition de préparer la voie à un territoire financier unique⁶⁵⁴. L'expression utilisée pour désigner la mission du dépositaire n'est plus seulement celle de « garde », mais celle de « conservation et administration ». Par

⁶⁴⁹ Considérants de la Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

⁶⁵⁰ Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Article 7

⁶⁵¹ Voir *infra*

⁶⁵² O. DOUVRELEUR, *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331

⁶⁵³ Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissements dans le domaine des valeurs mobilières

⁶⁵⁴ A côté de l'euro, qui délimite une communauté des paiements intégrée. Voir G. CHANEL-RAYNAUD, D. CHABERT, *L'infrastructure financière européenne, Quels schémas de développement pour la future Europe des titres*, Revue Banque Edition, 2004, page 125

l'apport de ces deux termes, c'est un début de définition qui est amorcé⁶⁵⁵. Mais cet ajout reste encore très flou, et en réalité, directement inspiré du passé matériel des actifs. En effet, les deux termes étaient auparavant utilisés pour désigner les obligations du dépositaire d'OPCVM vis-à-vis du support papier matérialisant les titres. La conservation désignait alors la détention du support, et le fait de tout mettre en œuvre pour que le support ne soit pas détruit ou détérioré. L'administration visait les opérations courantes effectuées sur les titres, matérialisées par les mouvements opérés grâce au support papier. En définitive, cette ébauche de définition consistait là encore davantage en une reprise des termes antérieurs, qu'en une réelle adaptation de ces termes aux nouvelles exigences des titres dématérialisés⁶⁵⁶.

L'autre apport de la directive concerne une classification de la mission de tenue de compte conservation. Elle établit une distinction entre les services auxiliaires et les services principaux, et classe « conservation et administration par un ou plusieurs instruments » dans la section des services auxiliaires⁶⁵⁷. Pour la première fois, cette mission du dépositaire n'est plus simplement évoquée, mais appréhendée en tant que telle et classée⁶⁵⁸. Cette classification sera par ailleurs reprise par la directive MIFID.

104. La directive Marchés d'Instruments Financiers et Services d'Investissements (MIFID). La directive MIFID⁶⁵⁹ de 2004 ne dispose pas, à proprement parler, du thème des dépositaires d'OPCVM⁶⁶⁰. À titre de rappel, l'Annexe I établit une liste des services, des activités et des instruments financiers. Dans cette liste,

⁶⁵⁵ Voir en ce sens J.-J. DAIGRE, *La directive 1993*, Banque et Droit, n°120, juillet-août 2005, page 8

⁶⁵⁶ G. CHANEL-RAYNAUD, D. CHABERT, *L'infrastructure financière européenne, Quels schémas de développement pour la future Europe des titres*, Revue Banque Edition, 2004, page 126

⁶⁵⁷ Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissements dans le domaine des valeurs mobilières

⁶⁵⁸ G. CHANEL-RAYNAUD, D. CHABERT, *L'infrastructure financière européenne, Quels schémas de développement pour la future Europe des titres*, Revue Banque Edition, 2004, page 128

⁶⁵⁹ Directive MIFID 2004/39/CEE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers

⁶⁶⁰ Cette directive ouvre cependant la possibilité de création de Dark Pools, qui constituent un autre mode d'exécution d'ordre, bien moins sécurisés que les marchés réglementés. Voir B. BREHIER, P. GUERIN, *Éclairage, Un peu de lumière sur les Dark Pools*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2009, page 456

l'activité de dépositaire appartient à la classification B, concernant à nouveau les « services auxiliaires ». Cependant la définition qui en est donnée est plus complète que la précédente. Elle désigne cette fois la conservation et l'administration d'instruments financiers pour le compte de clients⁶⁶¹, y compris la garde et les services connexes, comme la gestion de trésorerie et de garanties⁶⁶². Si les notions de conservation et d'administration des instruments financiers sont invariantes, cette définition fait référence au compte de tiers, ce qui n'avait pas été fait jusqu'alors. De plus, la désignation de la gestion de trésorerie et de la garantie est un apport est des plus nouveaux, puisqu'il fait mention des services connexes. La définition de la mission du dépositaire s'en trouve complétée et précisée.

105. **Conclusion.** L'ébauche finale de définition de la mission de tenue de compte conservation, telle qu'elle résulte de la directive MIFID de 2004, est à cette époque la plus aboutie et la plus complète⁶⁶³. Y apparaissent alors les notions de conservation et d'administration, de compte de tiers, et de services connexes. Cependant cette définition est encore trop peu efficace pour permettre à la pratique de s'en satisfaire. En conséquence, chaque État membre a développé, en parallèle des textes européens, sa propre conception de la mission de tenue de compte conservation, venant compléter l'ébauche européenne et permettre une réelle utilisation du régime juridique. En France, cette élaboration d'un régime plus complet a tout d'abord été initiée par la loi MAF de 1996.

⁶⁶¹ H. CAUSSE, *Titres et instruments financiers, quelle concurrence ?*, Petites Affiches, 28 mars 2002, page 9

⁶⁶² Directive MIFID 2004/39/CEE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, Annexe I, Section A

⁶⁶³ J.-P. CASEY, K. LANNOO, *The MiFID Revolution*, Policy Brief, n°3, ECMI, novembre 2006, pages 1-12

Sous-Section 2. La Loi de Modernisation des Activités Financières (MAF) du 2 juillet 1996

106. **Plan.** La Loi MAF est la première initiative nationale d'élaboration d'un régime juridique de tenue de compte conservation. Elle apporte elle aussi quelques éléments nouveaux pour une définition claire des missions du dépositaire de titres financiers (§1). Mais surtout, cette loi prévoit la possibilité du renvoi à un texte beaucoup plus adaptable et malléable : le Règlement Général de la Commission de Bourse (§2).

§1. Quelques éléments nouveaux

107. **Le contexte de la loi MAF.** Chronologiquement, la loi de Modernisation des Activités Financières⁶⁶⁴ (MAF) du 2 juillet 1996 est la première loi française à venir apporter des renseignements supplémentaires sur l'ébauche de travaux européens sur la question. Cette loi commence par préciser le fait que l'activité de l'intermédiaire financier est qualifiée de service connexe, par opposition aux services d'investissements principaux⁶⁶⁵. Elle rappelle quelques trois années plus tard l'apport de la directive DSI sur la classification de la mission de tenue de compte conservation du dépositaire d'OPCVM⁶⁶⁶.

108. **L'intermédiaire financier.** Sur la qualité de la personne de l'intermédiaire financier, le deuxième alinéa de l'article 6 oppose la qualité nécessaire au prestataire de services d'investissement, et celle nécessaire à la prestation connexe : « La

⁶⁶⁴ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières

⁶⁶⁵ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 5

⁶⁶⁶ J.-J. DAIGRE, *La directive 1993*, Banque et Droit, n°120, juillet-août 2005, page 8

prestation de services connexes est libre, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur applicables à chacun de ces services. Elle ne permet pas, à elle seule, de prétendre à la qualité d'entreprise d'investissement⁶⁶⁷. Au regard de l'alinéa précédent qui impose un agrément aux entreprises d'investissement⁶⁶⁸, le terme de « libre » semble estimer inutile l'obtention de tel agrément pour effectuer des activités connexes. Cependant, le texte de la loi ne permet pas d'en être assuré. Cet alinéa 2, loin d'apporter des précisions capitales aux conditions d'activité de l'intermédiaire financier, renvoie ainsi aux « dispositions législatives et réglementaires ».

109. **Les règles générales de bonne conduite.** Dans la section intitulée « Règles de bonne conduite », certains articles ou parties d'articles visent directement ou non les intermédiaires financiers, et notamment les conservateurs. Ainsi, l'article 58 concerne explicitement les prestataires de services d'investissement, mais s'étend également à leur exercice d'activités connexes. Il présente, sous forme d'option, des règles de bonnes conduites que les déposataires devraient « le cas échéant » respecter⁶⁶⁹. Même si cet article désigne les prestataires de services d'investissement comme soumis à ces obligations, ces dernières seront également présentes dans l'exercice d'activités

⁶⁶⁷ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 6 alinéa 2

⁶⁶⁸ Loi MAF, *op. cit.*, article 6 alinéa 1 : « Les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement et les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement ».

⁶⁶⁹ Loi MAF, *op. cit.*, article 58 : « Les prestataires des services d'investissement et, le cas échéant, les personnes visées au I de l'article 44 sont tenus de respecter des règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. [...] Elles portent, le cas échéant, sur les services connexes que ces prestataires sont susceptibles de fournir. Elles obligent notamment à : 1° se comporter avec loyauté et agir avec équité aux mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ; 2° exercer leur activité avec la compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché ; 3° être doté de ressources et des procédures nécessaires pour mener à bien leurs activités et mettre en œuvre ces ressources et procédures avec un souci d'efficacité ; 4° s'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés ; 5° communiquer d'une manière appropriée, les informations utiles dans le cadre des négociations avec leurs clients ; 6° s'efforcer d'éviter les conflits d'intérêts et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veiller à ce que leurs clients soient traités équitablement ; 7° se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché ».

connexes. On y voit apparaître des notions clefs qui seront développées dans les textes ultérieurs, comme par exemple le devoir de loyauté, de diligence, de ressources et procédures suffisantes, l'impératif de communication entre les acteurs et la lutte contre les conflits d'intérêts. Ainsi, même si cet article ne vise pas expressément les déposataires d'OPCVM, les obligations évoquées sont une trame que les textes ultérieurs s'appliqueront à préciser et développer. Cette timide invitation à une réglementation des intermédiaires financiers n'est pas la seule innovation de la loi MAF.

110. **L'introduction du contrôle sur les déposataires.** Le Chapitre 2 de la loi MAF est consacré entièrement au contrôle des prestataires de services d'investissement. La notion de contrôle est instaurée dès l'article 67 de la loi MAF, modifié par la loi de 1999. Cette fois, le texte inclut expressément les intermédiaires financiers. Le Conseil des marchés financiers⁶⁷⁰ veille au respect par les prestataires de services d'investissement exerçant leur activité en France, les intermédiaires habilités en vue de la conservation ou de l'administration d'instruments financiers des obligations professionnelles auxquelles ils sont astreints en vertu de la loi et du Règlement Général du Conseil des marchés financiers⁶⁷¹. Il veille également à la régularité des opérations effectuées sur un marché réglementé⁶⁷². Un tel article⁶⁷³ soumet par conséquent les intermédiaires financiers aux dispositions du Règlement général du Conseil des marchés

⁶⁷⁰ Remplacé depuis par l'Autorité des Marchés Financiers

⁶⁷¹ Loi n° 99-532 du 25 juin 1999, Article 50. - VII

⁶⁷² Loi MAF, *op. cit.*, article 67 I.

⁶⁷³ Pour la première fois, il est fait mention du contrôle des autorités financières sur l'activité des intermédiaires financiers. Le II du même article détaille les modalités de contrôle, et notamment l'éventualité d'une délégation. En effet, le contrôle de l'activité et des opérations effectuées par les membres d'un marché réglementé et par les prestataires de services d'investissement peut être délégué. Cette délégation doit faire l'objet d'un protocole d'accord, et peut être retirée à tout moment. Le Conseil des Marchés Financiers peut recourir pour cette délégation à des corps de contrôle extérieurs, aux commissaires aux comptes des dits prestataires, à des experts inscrits sur une liste d'experts judiciaires ou à des personnes ou autorités compétentes dans le domaine des services d'investissement ou des services connexes. Les commissaires aux comptes sont autorisés à percevoir une rémunération du conseil au titres des contrôles. Il s'agit donc d'une définition précise et complète du contrôle qu'exercent les autorités sur les missions des intermédiaires financiers. Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 67 II.

financiers, c'est-à-dire à un contrôle sous des modalités particulières ⁶⁷⁴.

§2. Le renvoi global au Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers (CMF)

111. **Le recours incontournable au CMF.** Sur l'ensemble du texte de la loi MAF, la place concédée à l'activité d'intermédiaire financier est peu importante. En effet, cette loi ne fait que rappeler les quelques principes de base élaborés par les textes européens, sans donner davantage de détails, ou soumettre les intermédiaires financiers à des règles très générales élaborées prioritairement pour les prestataires de services d'investissement. Cependant, l'un des apports non négligeable de cette loi est de reconnaître l'attribution faite au Règlement général du Conseil des marchés financiers de réglementer l'activité d'intermédiaire financier. Ainsi, après avoir présenté ce règlement général, la loi MAF consacre cette capacité du Règlement Général de venir préciser le régime applicable en matière d'intermédiation financière⁶⁷⁵ : ce Règlement Général du Conseil des marchés financiers est homologué par arrêté du ministre chargé de l'économie et des finances, après avis de la Commission des opérations de bourse⁶⁷⁶ et de

⁶⁷⁴ Les intermédiaires financiers sont bien entendu soumis au secret professionnel. Tel secret pourrait constituer un obstacle à un contrôle approfondi des autorités financières sur les activités menées par les intermédiaires financiers. Ainsi, grâce à un ajout de la loi de 1999, la nouvelle obligation de contrôle impose la suspension du secret professionnel en pareilles circonstances. Le secret professionnel ne peut être opposé au Conseil des marchés financiers ni, le cas échéant, au corps de contrôle. Le secret professionnel est en réalité relayé par les opérateurs du contrôle, puisque toute personne qui participe ou a participé aux contrôles des intermédiaires financiers est tenue au secret professionnel sous les peines prévues à l'article 226-13 du code pénal. Toutefois, ce secret n'est pas opposable à l'autorité judiciaire agissant dans le cadre d'une procédure pénale Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 67 III, modifiée par la Loi n° 99-532 du 25 juin 1999, article 50. - IX.

⁶⁷⁵ Cependant, le terme d'intermédiation ne renvoie initialement qu'au mode de détention, et ne fait pas varier le régime applicable. Voir F. DRUMMOND, *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Études de Droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, page 150

⁶⁷⁶ Sur les détails de cet organisme, depuis remplacé par l'AMF, voir M.-C. ROBERT, B. LABBOZ, *La Commission des opérations de Bourse*, PUF, Que sais-je ?, n°2622

la Banque de France. Il a la faculté de déterminer les conditions d'exercice des activités de conservation et d'administration d'instruments financiers par les personnes morales qui effectuent des opérations par appel public à l'épargne et les intermédiaires habilités à ce titres par le Conseil des marchés financiers, et les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers. Il précise également les conditions dans lesquelles le Conseil des marchés financiers approuve les règles de fonctionnement de ces systèmes⁶⁷⁷.

112. **L'esquisse d'une vision tridimensionnelle.** La mention de ce renvoi aux dispositions du Règlement Général du Conseil des marchés financiers, puis ultérieurement de l'AMF, esquisse une vision à trois dimensions du régime actuel du dépôt de titres financiers. La première dimension concerne les textes européens, jusqu'à présent relativement évasifs et lacunaires, qui ne font que citer et classer la mission du dépositaire sans la détailler ou la préciser. La deuxième dimension est celle des textes nationaux, plus précis, mais n'allant pas jusqu'à octroyer au régime du dépositaire une place importante, et renvoyant cette question au niveau encore inférieur. Enfin, la troisième dimension que constitue le Règlement général d'une haute autorité financière est sans contexte la plus précise et le réel fondement pratique du régime des dépositaires. Ces dispositions méritent par conséquent de faire l'objet d'une analyse plus détaillée.

113. **La nouvelle perception du dépositaire.** Le choix des termes est plus important que jamais. Si auparavant le terme de « dépositaire » s'applique naturellement en matière de titres matérialisés, ce terme disparaît subitement de la réglementation depuis la dématérialisation des titres financiers. Faut-il y voir un choix d'une simple adaptation au vocable des directives européennes, ou bien un choix assumé du législateur français ?

⁶⁷⁷ Loi MAF, *op. cit.* article 32

La nouvelle définition de l'intermédiaire qui se voit confier les instruments financiers a fait l'objet de nombreuses analyses par la doctrine. Parmi ces opinions, un auteur soulève justement le choix délibéré du législateur de ne pas retenir l'expression civiliste de « dépositaire de titres financiers », mais de lui avoir préféré celui de « conservateur ». Le texte ne mentionne pas le contrat de dépôt d'instruments financiers parmi les prestations financières qu'il vise. « Le dépositaire de titres ne serait plus, pour autant qu'il fût un jour ; que vive le conservateur ou l'administrateur d'instruments financiers ! » Selon lui, ce refus significatif du législateur de qualifier de dépôt ce dont il donne pourtant une définition, certes imparfaite, par l'intitulé qu'il adopte pour qualifier ledit service, pourrait être l'expression de son embarras à l'égard du traitement jurisprudentiel réservé au dépositaire de titres⁶⁷⁸. Quoi qu'il en soit, ce changement de vocabulaire concernant la nature et la mission de cet intermédiaire ne passa pas inaperçu dans l'innovation de formulation de la loi. Serait-ce l'origine de la fracture entre dépôt de droit commun et dépôt de titres financiers ? A ce stade de l'étude, il est encore trop tôt pour en être assuré.

114. **Conclusion.** Le législateur français a-t-il voulu orienter le dépositaire de titres financiers vers des activités de conservation moins proche du dépositaire civil ? Il est peu probable d'en avoir la certitude à la seule lecture de la loi MAF. Cependant, ce corpus de lois nationales a permis, dans un premier temps, de faire émerger un régime de droit pour l'activité de tenue de compte-conservation du dépositaire, régime qui n'était que trop lacunaire au regard du seul corpus des directives européennes. C'est l'AMF qui, quelques années plus tard, étoffe ce régime considérablement, jusqu'à le rendre autonome des règles applicables aux autres prestataires.

⁶⁷⁸ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470

Section 2. L'élaboration du régime de tenue de compte conservation

115. **Plan.** Les textes précédents sont incontournables dans l'analyse de la tenue de compte conservation, en ce qu'ils amorcent le mécanisme et projettent l'idée principale de la mission du dépositaire de titres financiers. Mais ce corpus est-il suffisant pour permettre une mise en pratique complète et efficace ? Rapidement, le gouffre entre la théorie d'une mission et son application se fait sentir. Le besoin de textes plus précis et plus structurants est tel, qu'à nouveau la création juridique s'effectue sur deux plans. Au niveau européen, c'est l'ensemble des directives OPCVM successives qui inscrit la tenue de compte conservation dans un cadre plus défini (Sous-Section 1), tandis qu'au niveau national, le Règlement Général de l'AMF transpose ces règles nouvelles, et comble par sa propre création juridique les derniers vides pratiques (Sous-Section 2).

Sous-Section 1. Les directives OPCVM

116. **Introduction.** Les directives OPCVM possèdent une dynamique qui leur est propre. A travers cet outil, une première harmonisation des règles générales applicables au dépôt de titres financiers a été possible⁶⁷⁹. Devant la complexification de la matière, la directive initiale a connu de nombreuses modifications pour s'adapter aux nouveaux enjeux de ce sujet. Mais le recours aux directives OPCVM permet également d'anticiper l'harmonisation de certains sujets sensibles sur le plan national⁶⁸⁰ : c'est le cas

⁶⁷⁹ D. PLIHON, J.-P. PONSSARD, *La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, 2002, pages 26 et suivantes

⁶⁸⁰ B. AUBERT, L. DESESSARD, M. MASSE, *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, EPRED, Poitiers, juin 2002, pages 60 et suivantes

par exemple en matière de passeport européen pour les dépositaires de titres⁶⁸¹. Il serait fastidieux et inutile de reprendre dans le détail l'ensemble du corpus de directives OPCVM élaborées jusqu'à maintenant. C'est plutôt la dynamique de ces directives qui est ici intéressante. Ce qu'il faut noter tout d'abord, c'est leur grande adaptabilité à la réalité financière et aux exigences du marché. Chaque directive précise un ou plusieurs points de discordance, avec une réactivité appréciée des professionnels. Elles ne sont pas remarquables individuellement autant que dans la mouvance qu'elles incarnent.

117. **Un outil juridique adaptable et malléable.** La directive européenne est un outil juridique de choix, en ce qu'elle permet une sécurité juridique importante et constante, tout en autorisant une adaptation rapide et fluide aux nouvelles exigences de la pratique⁶⁸². Le cas des directives OPCVM en est le parfait exemple. C'est en 1985 qu'apparaît la première directive OPCVM⁶⁸³, traçant les lignes très générales en matière de dépôt de titres financiers⁶⁸⁴. Une première réforme est esquissée dans les années 90, mais en l'absence de consensus, la directive OPCVM II ne voit jamais le jour. Il faut attendre 2001⁶⁸⁵ pour voir des modifications majeures intervenir à travers une nouvelle directive. La crise financière influence également le processus juridique et inspire la création d'une directive OPCVM IV⁶⁸⁶ en 2009. Enfin, une dernière version de la directive paraît en 2014⁶⁸⁷, tirant les premières conclusions de cette crise financière et

⁶⁸¹ Voir *infra*

⁶⁸² Voir en ce sens P. FLEURIOT, *La gestion de l'épargne collective exige transparence et sécurité*, La synthèse financière, 15 au 20 mars 1993 ; P. JALADE, *Règles de conduite et déontologie des gérants de SICAV et fonds communs de placement*, Petites Affiches, 26 octobre 1988, page 12

⁶⁸³ Directive 85/611/CE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

⁶⁸⁴ Voir *supra*, Ière Partie, Titre II

⁶⁸⁵ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés

⁶⁸⁶ Directive 2009/65/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

⁶⁸⁷ Directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains

des ajustements à mettre en place. Cette directive est publiée au Journal Officiel le 28 août 2014, et entrée en vigueur le 17 septembre 2014. Elle doit être transposée en droit national d'ici le 18 mars 2016, et une période de transition de 24 mois sera ouverte par la suite aux États Membres. Une directive OPCVM VI est en cours d'élaboration.

118. **L'objectif des directives OPCVM.** L'objectif des directives OPCVM est clairement de poursuivre une unification du droit applicable. Dès le départ, ces initiatives européennes ont souhaité créer une uniformisation même minimale des textes en vigueur⁶⁸⁸. Cependant, la directive n'est pas impérative en l'état et requiert une transposition en droit national. Il en résulte un décalage notoire entre l'intention de la directive et l'adaptation réelle du droit national à cette nouvelle exigence. La bonne volonté de chaque État est également pour beaucoup dans la rapidité de mise en œuvre de ces principes. C'est cette marge de manœuvre qui permet la survivance des différents droits nationaux, et leur coexistence conflictuelle au sein de l'Union Européenne.

119. **Conclusion.** Il n'en demeure pas moins que l'outil de la directive OPCVM modifiable à l'infini est désormais incontournable en droit européen⁶⁸⁹. Non seulement il offre une base solide à la création d'un régime national, mais il permet d'aborder certains sujets problématiques, sur lesquels il n'existe pas de consensus au niveau national. A partir de cette source, à la fois suffisamment solide pour être une base stable à l'élaboration d'un régime, et en même temps suffisamment souple pour s'adapter sans obstacle à toute nouvelle réalité financière, le droit national possède deux missions nouvelles. S'il est tenu de transposer fidèlement l'intention des directive, il se charge également de combler les dernières lacunes, et de parachever le régime pratique de la

organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions

⁶⁸⁸ C.-P. BUTTIGIEG, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS : A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition* University of Sussex, mars 2014, page 3

⁶⁸⁹ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, pages 85 et suivantes

tenue de compte conservation. En France, c'est l'AMF qui remplit cette charge, à travers son Règlement Général.

Sous-Section 2. Le Règlement Général de l'AMF

120. **Plan.** C'est véritablement l'intervention de l'AMF qui crée le régime du dépôt de titres financiers tel qu'on le connaît aujourd'hui. De l'établissement de règles éparses et générales, l'œuvre législative se transforme en texte complet et précis. Si la première ébauche de régime concernant la mission de tenue de compte conservation par l'AMF est profondément novatrice (§1), le Règlement Général de l'AMF a subi de nombreuses modifications afin d'ériger le régime du dépositaire de titres financiers tel qu'on le connaît aujourd'hui (§2).

§1. Une première ébauche dans le Règlement Général de l'AMF de 2007

121. **Un apport général.** En application du texte de loi, l'arrêté du 18 avril 2007 « portant homologation d'une modification du RGAMF », dispose en son chapitre III de quelques conceptions nouvelles en ce qui concerne les « dépositaires d'organismes de placement collectif »⁶⁹⁰. Les textes européens et nationaux ne donnaient qu'une définition générale et peu détaillée de la mission du dépositaire. L'arrêté du 18 avril 2007 rappelle que le dépositaire conserve les actifs de l'organisme de placement collectif et s'assure de la régularité des décisions de l'OPCVM. Les dispositions du Règlement Général s'appliquent aux instruments financiers émis sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger⁶⁹¹. On retrouve ici la conception la plus basique de la

⁶⁹⁰ Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, désormais Article 333-2 du RGAMF

⁶⁹¹ Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des

mission de conservation des actifs, désignant une mission de conservation des actifs émis sur le fondement de droit français ou étranger⁶⁹². Mais on trouve aussi le contrôle de régularité des décisions de l'OPCVM⁶⁹³, qui n'avait pas jusqu'alors été évoqué⁶⁹⁴, et le premier rappel direct aux dispositions du code monétaire et financier.

122. **De la tenue de compte conservation.** L'article 333-3 de cette version du Règlement Général de l'AMF définit plus précisément la mission de conservation des actifs par le dépositaire d'OPCVM, en énumérant les différentes obligations qui incombent au dépositaire d'OPCVM au titre de sa mission de tenue de compte conservation. Désormais, au titre de la conservation des actifs d'un OPCVM, le dépositaire exerce la tenue de compte conservation des instruments financiers mentionnés aux 1° à 3° du I de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier, à l'exclusion des instruments financiers nominatifs purs⁶⁹⁵, la tenue de position des actifs de l'OPCVM autres que les instruments financiers mentionnés au 1° et des instruments financiers nominatifs purs⁶⁹⁶. Le dépositaire ouvre dans ses livres au nom de l'OPCVM un ou plusieurs comptes espèces qui enregistrent et centralisent les opérations en espèces de l'OPCVM, un ou plusieurs comptes d'instruments financiers⁶⁹⁷, ainsi que tout autre compte nécessaire à la conservation des actifs de l'OPCVM⁶⁹⁸. Par cet article, nous commençons à entrevoir ce qu'implique réellement la tenue de compte conservation. Si la mise en pratique est encore hasardeuse, la théorie se fait de plus en plus précise. Mais en fait de pratique, le Règlement Général de l'AMF a également le souci d'octroyer au

marchés financiers

⁶⁹² G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 67

⁶⁹³ Il s'agit d'un contrôle de régularité, non d'un contrôle d'opportunité. P. GUILHAUMAUD, *La responsabilité civile des dépositaires d'OPCVM*, Banque et Droit, 1992, page 155

⁶⁹⁴ La mission de contrôle sera détaillée ultérieurement.

⁶⁹⁵ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.* ; et Article 333-4 du RGAMF : « La tenue de compte conservation des instruments financiers figurant à l'actif de l'OPC est soumise aux dispositions du chapitre II du présent titre ».

⁶⁹⁶ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.* ; et Article 333-5 du RGAMF : « La tenue de position consiste à établir un registre des positions ouvertes sur les actifs mentionnés au 2° de l'article 333-3. Ce registre identifie les caractéristiques de ces actifs et enregistre leurs mouvements afin d'en assurer la traçabilité ».

⁶⁹⁷ N.-H. AYMERIC, *Essai sur une théorie générale du compte en droit privé*, Paris II, 2008, §536

⁶⁹⁸ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.*

dépositaire d'OPCVM les moyens suffisants pour assurer sa mission dans des circonstances optimales.

123. **Un cahier des charges et des moyens humains et matériels.** Une autre avancée majeure est l'ensemble des moyens et obligations mis en œuvre pour que l'activité du dépositaire puisse être contrôlée par l'AMF. En effet, le dépositaire établit un cahier des charges qui précise les conditions dans lesquelles il exerce son activité. Ce cahier des charges est tenu à la disposition de l'AMF⁶⁹⁹. Mais le contrôle exercé n'est pas qu'un contrôle extérieur. Le dépositaire doit également se doter de moyens, notamment humains et matériels, d'un dispositif de conformité et de contrôle interne, d'une organisation et de procédure en adéquation avec l'activité exercée⁷⁰⁰. Enfin, le dernier article dispose que le dépositaire désigne un responsable en permanence de moyens, notamment humains et matériels, d'un dispositif de conformité et de contrôle interne, d'une organisation et de procédure en adéquation avec l'activité exercée⁷⁰¹. A travers ces trois articles, l'AMF contrôle la bonne mise en œuvre des indispensables à la mission du dépositaire d'OPCVM⁷⁰².

⁶⁹⁹ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.*, et Article 333-7 du RGAMF

⁷⁰⁰ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.*, et Article 333-8 du RGAMF

⁷⁰¹ Arrêté du 18 avril 2007, *op. cit.* et Article 333-9 du RGAMF

⁷⁰² Conformément à ce qui avait été prévu par le législateur, le Règlement général de l'AMF fixe de nombreux domaines en matière de dépositaire d'OPCVM. L'un des points sur lesquels cet arrêté est le plus attendu, c'est qu'il évoque pour la première fois les conditions essentielles minimales que doivent recouvrir les conventions de dépositaires entre le dépositaire et l'organisme de placement collectif. Voir en ce sens R. ROBLOT, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, deuxième édition par M. GERMAIN, ANSA, 1995, page 2. Le Règlement général de l'AMF établit une liste exhaustive et très précise des mentions indispensables que doit contenir la convention de dépositaire. Voir l'arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et Article 333-12 du RGAMF : « Le dépositaire établit avec l'OPC une convention écrite qui comporte au moins les clauses suivantes : 1° L'identité des parties ainsi que le nom de la ou des personnes habilités à agir au nom et pour le compte de l'OPC ; 2° Les clauses prévues au 2° à 5° de l'article 321-71 ; 3° Lorsque le dépositaire n'effectue pas la compensation des instruments financiers à terme telle que mentionnée à l'article 312-7 : a) L'identité de l'établissement désigné pour assurer la compensation des instruments financiers à terme ; b) Les modalités de transmission au dépositaire des instructions relatives à la constitution des couvertures des opérations les modalités d'appel de marge et de dépôts de garantie auprès de l'établissement compensateur ; 4° La clause prévue au 3° de l'article 321-75 ; 5° Le cas échéant, l'usage que le dépositaire peut, après accord exprès de la société de gestion de portefeuille, faire des instruments financiers qu'il conserve ; 6° Les modalités de transmission et la nature des informations permettant au dépositaire de conserver les

124. **Conclusion.** L'arrêté portant homologation du dépositaire précise davantage le régime du dépositaire d'OPCVM dans sa mission de tenue de compte conservation. Les informations apportées autorisent une vision plus claire de la réalité de cette mission. Cependant, le régime était encore trop peu précis et incomplet, et a fait l'objet depuis 2007 de modifications et ajouts d'information. Le Règlement général de l'AMF tel qu'il existe actuellement permet quant à lui d'avoir la notion la plus détaillée de cette mission du dépositaire.

§2. Le RGAMF actuellement

125. **Un régime complet.** Les révisions successives de l'AMF ont permis d'élaborer progressivement un régime complet et détaillé de la mission de tenue de compte conservation. Ces dispositions sont de loin les plus établies et les plus efficaces dans l'exercice de cette mission. C'est la raison pour laquelle leur étude fera l'objet d'une analyse approfondie. En effet, le Règlement Général est en définitive un texte capital pour le profane. Il offre à lui seul la clef de la compréhension du mécanisme. A ce stade, il est le seul texte à produire une vision autonome et complète de la tenue de compte conservation, grâce à sa double fonction de transcription des directives, et de création juridique à part entière. Dans notre objectif de définition de cette tenue de compte conservation, une étape est franchie, puisqu'il est désormais possible d'en détailler les différents aspects.

actifs, de contrôler la régularité des décisions et de s'assurer de la sécurité des opérations de l'OPC ; 7° Les modalités de transmission des instructions entre l'OPC et le dépositaire ; 8° Les modalités de communication de l'inventaire des actifs conservés par le dépositaire ; 9° La liste des informations que le dépositaire doit remettre à la société de gestion de portefeuille afin d'établir les déclarations fiscales. Le cas échéant, la conservation prévoit les modalités de sous-conservation des actifs de l'OPC lorsque le dépositaire recourt à un mandataire conformément aux articles 332-39 à 332-45 et à l'article 333-14. La convention prévoit également un préavis de résiliation de trois mois minimum. Toutefois, elle peut prévoir que ce préavis peut être réduit, d'un commun accord des parties, au moment de la résiliation ».

126. **La conservation, la surveillance et l'exercice des droits.** La première mission est présentée au 1° de l'article 322-4 : « Le teneur de compte conservateur apporte tous ses soins⁷⁰³ à la conservation des instruments financiers et veille à ce titre à la stricte comptabilisation des instruments financiers et de leurs mouvements dans le respect des procédures en vigueur. Le teneur de compte conservateur apporte également tous ses soins pour faciliter l'exercice des droits attachés à ces instruments financiers »⁷⁰⁴.

En premier lieu, il s'agit donc pour le teneur de compte de conserver les instruments financiers, ce que le Règlement Général définit comme une mission proche de la surveillance des actifs confiés⁷⁰⁵, tant sur leur nature et leur montant à travers leur comptabilisation stricte, que sur leurs mouvements⁷⁰⁶. Cette mission est, pour le moment, celle qui se rapproche le plus de la notion de dépôt, dans l'acception qu'en donne le droit commun. Trois expressions en sont le témoin : « tous ses soins », « conservation », et « veille ». Voilà un vocable auquel le Code civil nous a habitué : il s'agit ici véritablement de conserver une chose, en s'assurant que le bien confié ne fait pas l'objet de

⁷⁰³ Nous retrouvons ici une expression chère au droit commun.

⁷⁰⁴ On peut d'ores et déjà noter qu'une telle formulation pourrait laisser penser que l'obligation de tenue de compte conservation du dépositaire n'est qu'une obligation. Ce point sera développé ultérieurement.

⁷⁰⁵ Même si un auteur note le recul du terme de surveillance au profit de celui de garde. Voir C. COULON, *L'obligation de surveillance*, Lille, 2001, pages 32 et suivantes

⁷⁰⁶ Voir *supra*

dégradations. Par ailleurs, ce vocable a aussi quelques résonances quasi internationales⁷⁰⁷

⁷⁰⁸.

Le teneur de compte doit également veiller à faciliter l'exercice des droits attachés à ces instruments financiers. Si cette mission se justifie du point de vue du fonctionnement normal de la tenue du compte⁷⁰⁹, en ce qui concerne le dépositaire, elle possède également un fondement civil, puisque l'article 1936 du Code civil énonce : « Si la chose déposée a produit des fruits qui aient été perçus par le dépositaire, il est obligé

⁷⁰⁷ En ce qui concerne la nature de la garde qu'opère le dépositaire américain, la section 9-207 parle de « reasonable care in the custody », que l'on peut traduire par une garde raisonnable. Le (a) précise néanmoins que les parties peuvent en décider autrement : « SECTION 9-207 RIGHTS AND DUTIES OF SECURED PARTY HAVING POSSESSION OR CONTROL OF COLLATERAL (a) Duty of care when secured party in possession. Except as otherwise provided in subsection (d), a secured party's possession shall use reasonable care in the custody of preservation of collateral in the secured party's possession. In the case of chattel paper or an instrument, reasonable care includes taking necessary steps to preserve rights against prior parties unless otherwise agreed. (b) Expenses, risks, duties when secured party in possession. Except as otherwise provided in subsection (d), if a secured party has possession of collateral : (1) reasonable expenses, including the cost of insurance and payment of taxes or other charges, incurred in the custody, preservation, use, or operation of the collateral are chargeable to the debtor and are secured by the collateral ; (2) the risk of accidental loss or damage is on the debtor to the extent of a deficiency in any effective insurance coverage ; (3) the secured party shall keep the collateral identifiable, but fungible collateral may be commingled ; and (4) the secured party may use or operate the collateral : (A) for the purpose of preserving the collateral or its value ; (B) as permitted by an order of a court having competent jurisdiction ; or (C) except in the case of consumer goods, in the manner and to the extent agreed by the debtor. (c) Duties and rights when secured party in possession or control. Except as otherwise provided in subsection (d), a secured party having possession of collateral or control of collateral under Section 9-104, 9-105, 9-106, or 9-107 : (1) may hold as additional security any proceeds, except money or funds, received from the collateral ; (2) shall apply money or funds received from the collateral to reduce the secured obligation, unless remitted to the debtor ; and (3) may create a security interest in the collateral. (d) Buyer of certain rights to payment. If the secured party is a buyer of accounts, chattel paper, payment intangibles, or promissory notes or a consignor : (1) subsection (a) does not apply unless the secured party is entitled under an agreement : (A) to charge back uncollected collateral ; or (B) otherwise to full or limited recourse against the debtor or a secondary obligor based on the nonpayment or other default of an account debtor or other obligor on the collateral ; and (2) Subsections (b) and (c) do not apply ». Uniform Commercial Code, article 9, section 9-207. Cette obligation de due care se retrouve dans d'autres missions. La section 8-505 du UCC organise les différentes obligations de l'intermédiaire financier en matière de paiements à effectuer et de dividendes à recevoir au nom du propriétaire des actifs : « (a) A securities intermediary shall take action to obtain a payment or distribution made by the issuer of a financial asset. A securities intermediary satisfies the duty if : (1) the securities intermediary acts with respect to the duty as agreed upon by the entitlement holder and the securities intermediary ; or (2) in the absence of agreement, the securities intermediary exercises due care in accordance with reasonable commercial standards to attempt to obtain the payment or distribution. (b) A securities intermediary is obligated to its entitlement holder for a payment or distribution made by the issuer of a financial asset if the payment or distribution is received by the securities intermediary ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-505. A nouveau apparaissent ici la notion de « due care » similaire à la notion européenne de « due

de les restituer. Il ne doit aucun intérêt de l'argent déposé, si ce n'est du jour où il a été mis en demeure de faire la restitution »⁷¹⁰. En matière de droits attachés aux actifs conservés, le dépositaire ne les perçoit pas lui-même, il n'a qu'à en faciliter l'exercice. Cette obligation tient donc autant dans la nature-même de la tenue de compte, que dans l'origine civile du dépôt : la fusion entre la mission de tenue de compte issue du droit financier, et celle de conservation issue du droit commun, est parfaite sur ce point en ce qu'elle regroupe les deux droits dans une obligation unique.

127. La bonne exécution des ordres du titulaire du compte. Il est bien entendu rappelé que le teneur de compte conservateur ne peut ni faire usage des instruments financiers inscrits en compte et des droits qui y sont attachés⁷¹¹, ni en transférer la propriété sans l'accord exprès de leur titulaire⁷¹². Mais au-delà de cette interdiction, le dépositaire organise ses procédures internes de manière à garantir que tout

diligence ». Cette notion semble, selon le (a) s'appliquer dans le cas où il n'existe pas d'accord entre les différents acteurs. En effet, cette « due diligence » s'effectue « selon des standards commerciaux raisonnables » (« in accordance with reasonable commercial standards »). On peut donc s'interroger si cet impératif ne s'applique pas non seulement lorsqu'il n'existe pas de convention, mais également comme prédominance lorsqu'il y a un contrat.

⁷⁰⁸ L'État Belge reconnaît la compétence en la matière des autorités civiles et administratives. Les problèmes généraux sont traités par le droit civil, quant aux problèmes particuliers, ils sont sous la coupe du droit administratif. Là encore, on retrouve la notion de strong due diligence de la part du dépositaire dans le choix de son sous-dépositaire. La législation précise qu'en cas de délégation, la responsabilité du dépositaire ne saurait être réduite sous aucun prétexte, et ce dernier ne peut déléguer que la garde des actifs, la fonction d'oversight (c'est-à-dire de contrôle) restant à sa charge. Pour ce qui est des exigences de la délégation, elles varient selon que le délégataire est local ou étranger : s'il est local, il n'y a aucune exigence particulière. Si le délégataire est étranger, la Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CFBA) doit vérifier que les exigences pour transférer les actifs sont remplies, et que le dépositaire est toujours capable d'effectuer efficacement son contrôle.

⁷⁰⁹ Telle qu'elle est comprise en droit financier, notamment à travers la mission de détachement du coupon par le dépositaire, et de distribution des dividendes.

⁷¹⁰ Article 1936 du Code civil

⁷¹¹ Cette obligation est issue du dépôt de droit commun. Voir *supra*

⁷¹² Cette précision est intéressante, en ce qu'elle remet en cause la nature du dépôt de titres financiers comme dépôt irrégulier. Comme il a pu être expliqué précédemment, en matière de dépôt irrégulier, la propriété de la chose est transférée au dépositaire, qui peut l'utiliser, à charge de restituer une chose de même nature et de même montant. Or ici, l'interdiction de transférer la chose sans l'accord exprès du propriétaire est plutôt une obligation typique du dépôt régulier en droit commun. Mais cette simple hésitation ne suffit pas à faire basculer l'intégralité du régime applicable dans l'escarcelle du dépôt régulier. Elle pourrait toute peine suffire à justifier le fait qu'il s'agit d'un dépôt irrégulier particulier, dont la chose fait l'objet d'une protection spécifique. Voir *supra*

mouvement affectant la conservation d'instruments financiers pour compte de tiers qu'il a en charge est justifié par une opération régulièrement enregistrée dans un compte de titulaire⁷¹³. Là encore, la mission du dépositaire se divise en deux branches : non seulement il a l'interdiction de procéder de son propre chef à des opérations sur les actifs dont il a la garde, mais il a en outre l'obligation de garantir que toute action effectuée a fait l'objet d'une opération régulièrement effectuée. En définitive, c'est donc au teneur de compte conservateur de rapporter la preuve qu'il a agi non pas de sa propre initiative, mais en exécution d'un ordre donné par le titulaire du compte⁷¹⁴.

128. Une exécution au nom et pour le compte du titulaire de compte ? Mais lorsque le dépositaire exécute la tenue de compte à travers la réception transmission d'ordre⁷¹⁵, le fait-il en son nom propre mais pour le compte du titulaire, ou bien au nom et pour le compte de ce titulaire ? Cette question a été posée devant la Cour de cassation le 25 novembre 2014⁷¹⁶. Dans cet arrêt, une société titulaire de compte invoquait le fait que le dépositaire de droit luxembourgeois avait bien effectué une réception transmission d'ordre pour son compte, mais au nom propre du dépositaire. Elle considérait dès lors que cette réception transmission était imparfaite car l'acte ne correspond plus à un acte de mandat mais un acte de commission. En effet, le mandat est défini comme le contrat par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour elle⁷¹⁷ et le mandataire agit au nom et pour le compte du mandant⁷¹⁸, alors qu'en matière de commission, le commissionnaire agit en son nom propre⁷¹⁹. La société titulaire arguait que le dépositaire ne respectait pas la substance de sa mission telle que définie par la convention de dépôt. La Cour de cassation retient que cette

⁷¹³ Article 322-2 2° du Règlement Général de l'AMF. Cette obligation est donc une imprégnation de la tenue de compte, et conséquence directe de la nature financière de la mission de tenue de compte conservation.

⁷¹⁴ A tous points de vue, cette obligation de transparence est issue à la fois du droit financier et du droit commun, et rappelle la fonction uniquement intermédiaire du dépositaire de titres financiers.

⁷¹⁵ Voir *infra*

⁷¹⁶ Cass. Com. 25 novembre 2014, n°13-18414

⁷¹⁷ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 497

⁷¹⁸ Article 1984 du Code civil

⁷¹⁹ Article L. 132-1 et suivants du Code de commerce

différence de nature dans la mission ne suffit pas à créer un préjudice⁷²⁰ au titulaire de compte, pour deux raisons. D'une part, la réception transmission d'ordre a été correctement effectuée. D'autre part, le dépositaire, au nom de qui le compte est ouvert, ne conteste pas la propriété des titres par le donneur d'ordre⁷²¹. De plus, dans les rapports entre commettant et commissionnaire, les effets du contrat de commission sont régis par les règles du mandat⁷²². Par conséquent, les deux contrats sont trop proches dans leurs effets pour que la substitution de l'un par l'autre crée un préjudice au véritable titulaire de compte⁷²³. En définitif, le contrat de réception transmission d'ordre est constitué par un mandat, qui peut se transformer en contrat de commission, si ce n'est pas contraire aux intérêts du donneur d'ordre⁷²⁴. Il est donc avéré que le dépositaire agit toujours pour le compte du titulaire, mais peu importe qu'il le fasse au nom de ce dernier ou en son nom propre.

En revanche, le dépositaire est condamné pour le préjudice lié à la perte de chance, pour le titulaire de compte, de renoncer à ses ordres d'achat. En effet, le dépositaire, en tant que commissionnaire, était seul à disposer des « informations relatives aux conditions particulières de souscription des parts du fonds et aurait dû en conséquence répercuter ces informations auprès de son client, qui, s'il les avait connues, aurait pu renoncer à ses ordres d'achat et s'épargner le préjudice par elle subi »⁷²⁵. Cette jurisprudence est d'ores-et-déjà critiquée : le défaut de cette information n'était peut-être pas de nature à amener le titulaire de compte à renoncer à un tel investissement. Aucun lien de causalité n'est avéré entre la faute du dépositaire et le préjudice subi par le

⁷²⁰ Il s'agit de préjudice au sens juridique du terme. Même s'il n'est pas défini clairement en droit, il est acquis qu'il nécessite la perte injuste d'un bien. Voir en ce sens A. SERIAUX, *Manuel de droit des obligations*, Presses Universitaires de France, deuxième édition, 2006, §114, page 163

⁷²¹ Cass. Com. 25 novembre 2014, n°13-18414 : « Que SOFRA ne démontre pas que BNPP et BPSS aient commis des fautes dans l'exécution des ordres ; qu'elle ne démontre pas que le fait que les parts sont inscrites au nom de BPSS dans les livres de fonds lui ait causé un préjudice, dès lors que cette inscription est faite pour son compte, et que BPSS, au nom de qui elles sont inscrites, lui reconnaît sa qualité de propriétaire ».

⁷²² Article L. 132-1, alinéa 2 du Code de commerce

⁷²³ A. REYGROBELLET, *Fonds « Madoff » : nouveaux développements jurisprudentiels*, Option Finance, 12 janvier 2015, n°1300, page 27

⁷²⁴ M. AGO, *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981, page 284

⁷²⁵ S. TORCK, *L'obligation d'information incombant au PSI qui intervient comme récepteur-transmetteur d'ordre en qualité de commissionnaire*, Droit des sociétés, février 2015, n°2, Commentaire 32

titulaire de compte⁷²⁶.

129. **L'émergence d'autres missions.** Dans la quête de définition des activités du dépositaire de titres financiers, le Règlement Général de l'AMF va inclure deux autres missions qui découlent de cette tenue de compte conservation. La première est l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte, dans ses livres⁷²⁷. Il s'agit ici de l'obligation de restitution, inhérente à la fonction-même du dépositaire⁷²⁸. En outre, le dépositaire possède une obligation d'information accrue⁷²⁹. Ces deux missions feront l'objet de développements détaillés ultérieurement.

130. **Conclusion.** Le Règlement Général reste la source principale d'élaboration du régime de dépôt de titres financiers. S'il est aujourd'hui plus souvent utilisé comme relais national pour transposer des textes européens et internationaux, il demeure la première source de droit directement applicable en droit français, et ayant un corpus de textes suffisamment précis. En d'autres termes, le Règlement Général de l'AMF

⁷²⁶ S. TORCK, *L'obligation d'information incombant au PSI qui intervient comme récepteur-transmetteur d'ordre en qualité de commissionnaire*, Droit des sociétés, février 2015, n°2, Commentaire 32 : « Or, si au cas d'espèce, l'information relative à la modification apportée au règlement du fonds en août 2007, relative à l'interdiction des souscriptions aux clients non professionnels était certainement propre à attirer l'attention de la société SOFRA sur les risques particuliers attachés à l'investissement, l'on se demande bien quel pouvait être l'impact de l'information selon laquelle le souscripteur n'était pas inscrit sur les registres du fonds, quoique la propriété des parts lui soit quoi qu'il en soit acquise ».

⁷²⁷ Article 322-2 du Règlement Général de l'AMF

⁷²⁸ A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 13

⁷²⁹ Article 322-5 du Règlement Général de l'AMF : « Le teneur de compte conservateur est tenu d'informer dans les meilleurs délais chaque titulaire de compte d'instruments financiers : 1° Des opérations sur instruments financiers nécessitant une réponse du titulaire ; 2° Des éléments nécessaires à l'établissement de sa déclaration fiscale ; 3° Des événements modifiant les droits du titulaire sur les instruments financiers conservés, lorsque le teneur de compte conservateur est fondé à penser que le titulaire n'en est pas informé ; 4° De toutes les exécutions d'opérations et de tous les mouvements portant sur les instruments financiers et les espèces inscrits à son nom ». Ce point sera développé ultérieurement. L'obligation d'information par le dépositaire ne regroupe pas uniquement les actions de ce dernier pour compte de tiers, mais également un ensemble de faits dont le dépositaire aura prioritairement connaissance, et qui sont d'une utilité indéniable pour le titulaire du compte. Au-delà de l'obligation d'information, c'est d'une certaine manière une obligation de veille et de surveillance de la vie des instruments financiers qui est ici imposée au dépositaire d'OPCVM.

est en quelques sortes le trait d'union entre la pratique économique des titres financiers et leur régime juridique issu du droit civil. Il est le texte le plus précis et le plus complet en ce qui concerne l'élaboration d'un régime applicable au dépositaire d'OPCVM. Initialement constitué de la base octroyée par les directives européennes et la loi MAF, ce corps de règles s'est petit à petit étoffé pour constituer un régime assez uniforme, régime qui assimile cette mission du dépositaire à une mission de tenue de compte conservation.

Or ce choix d'assimilation n'est pas unanime en Europe, et c'est en raison de l'absence de réglementation européenne suffisante que d'autres pays d'Europe choisissent des interprétations différentes. Ces divergences constituent un incontournable frein à l'idéal de circulation fluide des dépositaires entre les différents pays européens⁷³⁰. Par conséquent, une importante mouvance d'harmonisation des régimes au niveau européen est en cours, avec en premier lieu l'impulsion donnée par la Convention d'UNIDROIT.

Section 3. La Convention d'UNIDROIT

131. **Introduction.** La Convention d'UNIDROIT d'octobre 2009 est un texte capital, non seulement de par son volume novateur, mais également par la nature de cette innovation. En effet, son intérêt est bien celui d'être l'un des rares textes à apporter une harmonisation globale au niveau international et non plus uniquement européen⁷³¹, et établir ainsi un état des lieux mis à jour de la situation applicable⁷³². La mouvance est ici inversée. Pendant plusieurs décennies, les instances européennes érigeaient des règles très générales, relayées et complétées par les différents droits nationaux. Nous assistons

⁷³⁰ Voir J. HEYMANN, *Le droit international privé à l'épreuve du fédéralisme européen*, Paris I, 2009, pages 135 et suivantes

⁷³¹ Une harmonisation d'une telle ampleur a toujours été ressentie comme une nécessité. Voir notamment P. d'ARVISENET, *Échanges et finance internationale*, Revue Banque édition, 1998, page 19

⁷³² D. PLIHON, J.-P. PONSSARD, *La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, 2002, pages 57 et suivantes

désormais à une reprise en main des règles, même les plus pratiques, par le droit international. L'objectif est clair : assurer une harmonisation plus efficace et plus rapide des régimes applicables.

De ce fait, cette convention contient une harmonisation de deux sortes : non seulement elle implique par souci de lisibilité et de compréhension un rappel des règles existantes et des principes en vigueur, mais elle va plus loin en proposant de nouvelles pistes d'harmonisation. Elle suit ainsi le même procédé de création juridique que la directive AIFM⁷³³, dont nous parlerons ultérieurement. Mais là encore, cette Convention instaure parfois des règles générales en contradiction au moins partielle avec le droit commun français. Beaucoup plus inspirée par le droit américain, elle établit les bases d'un régime du dépôt plus favorable au dépositaire.

132. **Plan.** Si cette harmonisation est reconnue comme une nécessité (§1), elle ne peut avoir lieu que sur un champ d'application bien défini (§2), et vise principalement la mission de tenue de compte conservation (§3). Mais même si cette Convention permet d'ériger une base internationale solide, sa grande malléabilité permet une transition progressive avec le droit européen ou national (§4).

§1. De la nécessité d'une harmonisation

133. **Une harmonisation indispensable et clairement exprimée.** Devant le constat de la faible utilité de la base édictée par la directive OPCVM (et ses modifications successives) pour harmoniser la mission de garde du dépositaire, et des interprétations toujours très différentes qu'en font les différents États, les instances internationales ont pris conscience de l'intérêt, voire de l'urgence d'édicter au niveau

⁷³³ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 87

supranational un corps de règles communes, apportant à la mission du garde du dépositaire les définitions et la consistance qui jusqu'alors lui manquaient à un tel échelon. Cet engouement est palpable notamment dès les premières lignes de la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés : il apparaît que l'augmentation de la liquidité des marchés passe par la détention de titres et le développement des marchés financiers, et qu'une amélioration de la comptabilité internationale des systèmes juridiques ainsi que des règles concernant les titres intermédiés est indispensable. Le désir d'établir un régime juridique commun est ainsi clairement exprimé^{734 735}.

134. **Un souhait particulier de la France.** Les observations de la délégation française lors de la Conférence diplomatique d'adoption de cette Convention cadrent parfaitement avec les impératifs de cette harmonisation, comme en témoigne l'annexe 2 sur les obligations minimales imposées aux intermédiaires. La délégation française se félicite de l'objectif de mettre en place une « interconnectivité minimale entre les marchés des États contractants, facilitant ainsi l'activité transfrontalière des intermédiaires »⁷³⁶. Une telle liste d'obligations créerait un standard mondial minimal qui permettrait d'éviter que des entités dont aucune règle n'encadrerait les pratiques puissent utiliser la Convention pour entrer en concurrence déloyale avec les teneurs de compte

⁷³⁴ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, page 2 : « CONSCIENTS de la croissance et du développement des marchés financiers mondiaux et reconnaissant l'utilité de la détention de titres, ou des droits sur les titres, par le biais d'intermédiaires pour augmenter la liquidité des marchés financiers modernes, [...] CONSCIENTS du besoin d'améliorer la compatibilité internationale des systèmes juridiques ainsi que la solidité des règles internes et internationales concernant les titres intermédiés, DÉSIREUX d'établir un régime juridique commun pour la détention et la disposition des titres intermédiés » .

⁷³⁵ Convention d'UNIDROIT, *op. cit.*, Article 1 m). Dans cette convention on voit également apparaître la notion de « droit non conventionnel », qui désigne ici « la loi en vigueur dans l'État contractant visée à l'article 2, à l'exclusion des dispositions de la présente Convention ; »

⁷³⁶ Elle demande en outre que seules les entités régulées ou « autorisées » aient la possibilité de bénéficier du régime juridique mis en place par la Convention. Si elle s'appliquait également à des intermédiaires non-autorisés, la délégation suggère qu'une liste précise d'obligations minimales (dans l'exercice de la tenue de compte titres) soit insérée dans la Convention.

agréés et régulés^{737 738}.

135. **Les déclarations.** En outre, les États contractants peuvent nuancer ou adapter le contenu de la Convention d'UNIDROIT par le biais de déclarations. L'article 45 de la Convention d'UNIDROIT vient préciser le régime et le sort des déclarations à faire par les différents États contractants. Elles peuvent être faites à tout moment, par écrit, et sont formellement notifiées. Dans le cadre d'une déclaration effectuée préalablement à l'entrée en vigueur de la Convention dans un État, elle prend effet en même temps que la Convention. A défaut, elle prend effet après l'expiration d'une période de six mois après notification⁷³⁹. Un État contractant peut à tout moment modifier ou retirer sa déclaration par une notification écrite, et tout changement prend effet après l'expiration d'une période de six mois. Il est cependant à noter que la Convention continue de s'appliquer aux droits nés avant la prise d'effet d'une déclaration, de sa modification ou de son retrait, comme si cette déclaration n'avait jamais existé⁷⁴⁰.

⁷³⁷ Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008), Annexe 2

⁷³⁸ Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008) : « Une annexe ci-après présente, pour discussion, une proposition de liste d'une telle série d'obligations minimales, qui sont absolument nécessaires pour assurer le bon fonctionnement des chaînes d'intermédiation transfrontalières ».

⁷³⁹ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 45 : « 1. Les déclarations autorisées par les dispositions de la présente Convention, autres que la déclaration prévue par l'article 41(2) et la déclaration initiale prévue par l'article 43(1), peuvent être faites à tout moment. 2. Les déclarations, et la confirmation de ces déclarations, sont faites par écrit et formellement notifiées au Dépositaire. 3. Une déclaration faite par un État contractant préalablement à l'entrée en vigueur de la Convention pour cet État prend effet au moment de l'entrée en vigueur de la Convention pour cet État. Une déclaration dont le Dépositaire aura reçu notification formelle après cette date prend effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois à compter de la date de la réception de la notification par le Dépositaire. Les déclarations faites au moment de la signature sont sujettes à confirmation lors de la ratification, de l'acceptation ou de l'approbation ».

⁷⁴⁰ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 45 : « 4. Un État contractant qui fait une déclaration en vertu de la présente Convention peut à tout moment la modifier ou la retirer par une notification écrite formellement adressée au Dépositaire. La modification ou le retrait prend effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois à compter de la date de la réception de la notification par le Dépositaire. 5. Nonobstant les paragraphes précédents, la présente Convention continue de s'appliquer aux droits nés avant la date de prise d'effet d'une déclaration, d'une modification ou d'un retrait de déclaration, comme si cette déclaration, cette modification ou ce retrait n'avait pas été fait ».

§2. La définition du champ d'application harmonisé

136. **La situation d'application de la Convention d'UNIDROIT.** La Convention d'UNIDROIT s'applique en matière de conflit de lois applicables⁷⁴¹, ou bien lorsque la situation ne conduit pas à l'application d'une autre loi⁷⁴². Les principes présentés par cette Convention ont vocation à se superposer, voire primer sur la loi applicable, qu'elle le soit par la volonté des parties ou à défaut de cette dernière⁷⁴³. Cette base internationale est opposable à tous, à partir du moment où une loi nationale d'un État contractant s'applique, et ce même sans la volonté des parties. Elle n'a donc rien de facultatif.

Cependant, bien qu'elle soit impérative, elle n'est pas restrictive et peut faire l'objet de quelques nuances, comme le prévoit l'article 4 sur les principes d'interprétation⁷⁴⁴. La question se porte ici sur l'évocation du caractère international de la Convention. En effet, cette Convention a pour objectif immédiat d'harmoniser à travers des principes communs la mission des intermédiaires, qui fait l'objet de divergences au plan européen. Cependant, cette Convention a-t-elle autant de force dans des relations purement nationales? Qu'en est-il des contrats nationaux qui ne respecteraient pas les principes édictés par cette Convention⁷⁴⁵? Bien que cette Convention soit impérative, son

⁷⁴¹ La Convention d'UNIDROIT peut alors être appliquée en application du choix des parties professionnelles, sous forme d'une clause d'*electio juris*. Voir J.-M. JACQUET, P. DELEBECQUE, S. CORNELOUP, *Droit du commerce international*, troisième édition, Précis Dalloz, 2015, §473, page 310

⁷⁴² Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 2 : « La présente Convention s'applique lorsque : a) les règles de conflit de lois applicables désignent la loi en vigueur dans un État contractant comme étant la loi applicable ; ou b) la situation ne conduit pas à l'application d'une autre loi que la loi en vigueur dans un État contractant ».

⁷⁴³ Voir en ce sens P. MAYER, V. HEUZE, *Droit international privé*, LGDJ, onzième édition, 2014, pages 71 et suivantes

⁷⁴⁴ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 4 : « Pour la mise en œuvre, l'interprétation et l'application de la présente Convention, il sera tenu compte de ses objectifs, des principes généraux dont elle s'inspire, de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité et la prévisibilité de son application »

⁷⁴⁵ En complément de la situation présentée dans l'article 2 b), l'article 3 précise : « Si la loi de l'État du for n'est pas la loi applicable, l'État du for applique la Convention et les déclarations faites par l'État contractant dont la loi s'applique, sans tenir compte des déclarations faites par l'État du for ». Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre

application n'est pas systématique, et octroie encore une certaine marge de manœuvre à la souveraineté de l'État du for⁷⁴⁶.

137. **Le principe.** Si la convention établit un certain nombre de principes communs pour une harmonisation du statut de l'intermédiaire financier au niveau européen, elle concède cependant encore des particularités aux droits nationaux, et opère par exemple à l'article 19, un classement des droits concurrents. La Convention retient comme principe qu'un droit sur les titres intermédiés rendu opposable aux tiers conformément à la Convention, prime sur un droit opposable aux tiers par une autre méthode prévue par le droit non conventionnel⁷⁴⁷. Cependant, les titulaires de ces droits peuvent déroger à ce principe par un accord, mais cet accord n'affecte pas les tiers⁷⁴⁸. Un État contractant peut également déclarer qu'en vertu de son droit non conventionnel, un droit conféré par une identification prime sur tout droit conféré selon la méthode prévue par la Convention⁷⁴⁹. La Convention prend donc un soin tout particulier à préciser la

2009, Article 3

⁷⁴⁶ En droit international privé, la loi du for ou *lex fori* désigne la loi applicable au lieu où se trouve le tribunal devant lequel un litige est porté. L'État du for désigne donc l'État dans lequel se situe ce tribunal.

⁷⁴⁷ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 19 : « 1. Le présent article détermine le rang entre les droits sur les mêmes titres intermédiés rendus opposables aux tiers conformément à l'article 12 ou à l'article 13. 2. Sous réserve du paragraphe 5 et de l'article 20, les droits rendus opposables aux tiers conformément à l'article 12 priment tout droit rendu opposable aux tiers selon une autre méthode prévue par le droit non conventionnel. 3. Les droits rendus opposables aux tiers conformément à l'article 12 prennent rang selon le moment où se produisent les faits suivants : a) si l'intermédiaire pertinent est le titulaire du droit et le droit est opposable aux tiers conformément à l'article 12(3)(a), la conclusion du contrat conférant le droit ; b) l'identification ; c) la conclusion de la convention de contrôle ou, si l'intermédiaire pertinent n'est pas partie à cette convention, la réception de la notification par l'intermédiaire. 4. Lorsqu'un intermédiaire est titulaire d'un droit qui a été rendu opposable aux tiers conformément à l'article 12 et qu'il procède à une identification ou conclut une convention de contrôle de sorte que le droit d'une autre personne devient opposable aux tiers, le droit de cette autre personne prime le droit de l'intermédiaire à moins que cette personne et l'intermédiaire n'aient expressément convenu du contraire. 5. Une garantie légale sur des titres intermédiés bénéficie du rang que lui accorde la loi applicable qui la fonde ».

⁷⁴⁸ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 19 : « 6. Dans les rapports entre les titulaires des droits visés aux paragraphes 2, 3 et 4 et, dans la mesure permise par la loi applicable, au paragraphe 5, les rangs établis par le présent article peuvent être modifiés par un accord entre ces titulaires, mais cet accord n'affecte pas les tiers ».

⁷⁴⁹ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 19 : « 7. Un État contractant peut déclarer qu'en vertu de son droit non conventionnel et sous réserve du paragraphe 4, un droit conféré par une identification prime tout droit conféré par une autre méthode prévue par l'article 12 ».

hiérarchie de chaque norme dans toutes les situations où elles pourraient trouver à s'appliquer, mais cette hiérarchie peut être écartée suivant la volonté de parties ou de l'État contractant.

138. **L'apparition de deux nouveaux types d'entités membres.** La Convention d'UNIDROIT présente une échelle autre que le niveau national ou le niveau européen, à travers l'organisation régionale d'intégration économique de l'article 41. Elle est constituée par des États souverains et a compétence sur certaines matières régies par la présente Convention. Elle peut signer, accepter ou approuver la Convention ou y adhérer. En pareil cas, l'organisation régionale d'intégration économique n'est pas comptée comme État contractant en plus de ses États membres qui sont des États contractants⁷⁵⁰. De même, l'article 43 précise que la Convention peut s'appliquer également à des unités territoriales, qui témoignent de l'existence au sein d'un État de plusieurs systèmes de droits différents. L'État peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, déclarer que la Convention s'applique à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou plusieurs d'entre elles, et peut modifier cette déclaration à tout moment⁷⁵¹. Une telle flexibilité ne

⁷⁵⁰ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 41, puis : « 2. Au moment de la signature, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, l'organisation régionale d'intégration économique remet au Dépositaire une déclaration indiquant les matières régies par la présente Convention pour lesquelles ses États membres ont délégué leur compétence à cette organisation. L'organisation régionale d'intégration économique doit formellement notifier sans retard au Dépositaire par écrit toute modification intervenue dans la délégation de compétence, y compris de nouvelles délégations de compétence, précisée dans la déclaration faite en vertu du présent paragraphe. 3. Toute référence à « État contractant », « États contractants » ou « État partie » dans la présente Convention s'applique également à une organisation régionale d'intégration économique lorsque le contexte requiert qu'il en soit ainsi ».

⁷⁵¹ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 43 : « 1. Si un État contractant comprend deux ou plusieurs unités territoriales dans lesquelles des systèmes de droits différents s'appliquent aux matières régies par la présente Convention, il peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration initiale indiquant que la présente Convention s'applique à toutes ses unités territoriales ou seulement à l'une ou plusieurs d'entre elles, et il peut à tout moment modifier cette déclaration en en soumettant une nouvelle. 2. Une telle déclaration initiale doit être faite par écrit et formellement notifiée au Dépositaire et indiquer expressément les unités territoriales auxquelles la présente Convention s'applique. 3. Si un État contractant n'a pas fait de déclaration en vertu du paragraphe 1, la présente Convention s'applique à toutes les unités territoriales de cet État. 4. Lorsqu'un État contractant étend l'application de la présente Convention à une ou plusieurs de ses unités territoriales, les déclarations autorisées par la présente Convention peuvent être faites à l'égard de l'une d'elles peuvent différer de celles qui sont faites à l'égard d'une autre unité

peut avoir pour objectif que d'étirer au maximum le champ d'application de la directive à toute entité qui aurait la volonté de la mettre en œuvre. De ce point de vue, l'objectif est différent de celui recherché par l'élaboration de règles nationales. Si cette dernière vise la création d'un corpus de règles impératives s'appliquant uniformément sur tout le territoire d'un pays, la Convention opère ici une tentative de séduction des différentes législations, pour convaincre un maximum d'États à contracter un tel texte⁷⁵².

§3. La définition de la mission harmonisée

139. **L'intérêt de l'investisseur.** Après avoir précisé le champ d'application de l'harmonisation prévue par la Convention d'UNIDROIT, cette dernière

territoriale. 5. Au regard d'un État contractant dans lequel deux ou plusieurs systèmes de droit ayant trait aux questions régies par la présente Convention s'appliquent dans des unités territoriales différentes, toute référence à la loi en vigueur dans un État contractant, ou à la loi d'un État contractant, vise la loi en vigueur dans l'unité territoriale considérée ».

⁷⁵² La question de la responsabilité du dépositaire est historiquement une question complexe. Dès 2004, la Commission et le Parlement européen révélaient que même les praticiens du marché s'interrogeaient parfois sur les contours exacts de la responsabilité du dépositaire. « Par ailleurs, en fonction de la législation nationale applicable, les investisseurs individuels peuvent, ou non, mettre en cause directement la responsabilité du dépositaire, sur lequel pèse, ou non, une présomption irréfragable de faute » (Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004). Selon le Committee of European Securities Regulation, c'est la crise financière qui a mis à jour les interprétations différentes de la directive OPCVM. Certains membres considèrent que le dépositaire ne peut pas être tenu pour responsable s'il prouve qu'il a effectué sa « due-diligence » dans le contrôle du sous-dépositaire, et qu'il a correctement surveillé ses performances en mettant en place les contrôles requis. D'autres membres considèrent que, dans de telles circonstances, le dépositaire d'OPCVM reste, dans tous les cas, responsable de la restitution des actifs même s'il en a délégué la conservation à un tiers. Voir en ce sens CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function, page 3 : « The debate and the legal proceedings arising from these episodes have also revealed divergent interpretations of the UCITS Directive. Some CESR Members consider that the depositary cannot be held liable if it can prove that it has correctly performed due diligence on the sub-custodian and correctly monitored its performance putting in place all the required controls. Other Members consider that, in such circumstances, the UCITS depositary remains, in any case, liable for the restitution of the assets even though it has delegated the custody to a third party ». Chaque législation adoptant une attitude différente, les suites de la crise financière donne lieu, du point de vue européen, à une vision bigarrée des multiples jurisprudences nationales. La jurisprudence française a été considérée comme la plus sévère, mais la plus protectrice des intérêts des investisseurs. L'extrême rigueur des sanctions retenues a été vivement critiquée.

propose une définition de la mission de l'intermédiaire financier. La première disposition sur ce point est très proche de celle avancée en droit français : « 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) »⁷⁵³. Elle rappelle la formule selon laquelle le dépositaire doit tout mettre en œuvre⁷⁵⁴ pour faciliter l'exercice des droits par les investisseurs⁷⁵⁵. On peut cependant déplorer que cette notion, qui ne faisait pas l'objet d'une description plus détaillée en droit français, n'en fasse pas davantage l'objet au niveau international⁷⁵⁶. La Convention d'UNIDROIT précise dans son article 25 que les titres de titres intermédiés détenus par un intermédiaire doivent être affectés aux droits des titulaires de comptes de cet intermédiaire, autres que lui-même. En d'autres termes, on retrouve ici l'obligation pour le dépositaire d'agir dans l'intérêt du titulaire de compte. Cette affectation est régie par le droit non conventionnel, et nuancée éventuellement par les conventions avec l'intermédiaire pertinent, et la sécurité de cette affectation peut être garantie par une mesure de ségrégation des comptes de l'intermédiaire⁷⁵⁷.

⁷⁵³ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 10 1.

⁷⁵⁴ Nous retrouvons ici la notion de « tous ses soins » chère au droit français.

⁷⁵⁵ Même si la notion de l'intérêt de l'investisseur peut être sensiblement différent d'un pays à l'autre. Voir par exemple le détail de G. ADAMS, *Best Execution Executing Transactions in Securities Markets on Behalf of Investors*, European Asset Management Association, Londres, juin 2002

⁷⁵⁶ En matière de FIA, un dépositaire doit agir de manière honnête, loyale, professionnelle et indépendante et dans l'intérêt du fonds alternatif ou, le cas échéant, des investisseurs de ce fonds (Directive 2001/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2001, dite Directive AIFM, Considérant 15 octies). On peut noter ici qu'à coté de l'intérêt primordial de l'investisseur, qui était la notion clef depuis les balbutiements du statut de dépositaire, la directive introduit la notion d'intérêt du fonds alternatif, qui, étant donné sa position dans la phrase, semble même primer sur l'intérêt de l'investisseur. On peut s'interroger sur le sens réel de cet intérêt du fonds alternatif, puisqu'il ne semble pas se confondre entièrement avec celui des investisseurs. Les conséquences d'une telle introduction sont également encore incertaines. Mais on peut d'ores et déjà proposer une justification à cette formulation. En effet, au regard des différentes situations de crise récemment vécue, cette nouvelle tournure pourrait signifier que le dépositaire doit suivre les indications données par le gestionnaire du fonds, et par dérogation, agir selon l'intérêt des investisseurs lorsqu'en période de crise, ce dernier s'écarte de celui du fonds d'investissement. On peut cependant déplorer le manque de précision quant à l'intérêt de chacun, et surtout quant aux circonstances dans lesquelles l'intérêt des uns prime sur l'intérêt des autres.

⁷⁵⁷ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 25 : « 1. Les titres et les titres intermédiés de chaque genre détenus par un intermédiaire conformément à l'article 24(2) sont affectés aux droits des titulaires de comptes de cet intermédiaire, autres que lui-même, de façon à assurer le respect de l'article 24(1)(a). 3. L'affectation exigée au paragraphe 1 est effectuée par le droit non conventionnel et, dans la mesure permise ou exigée par celui-ci, par des arrangements pris par l'intermédiaire pertinent. 4. Les arrangements visés au paragraphe 3 peuvent comprendre des dispositifs de ségrégation par lesquels l'intermédiaire détient des

140. **La marge de manœuvre des États membres.** Une fois encore, malgré une certaine rigueur imposée aux États, la Convention d'UNIDROIT ne les prive pas pour autant d'un droit de nuance de certains principes qu'elle édicte. En effet, un État contractant peut considérer qu'une ou plusieurs conditions suffisent à rendre un droit opposable aux tiers, ou encore que certains principes énoncés par la directive ne sont pas applicables en droit national⁷⁵⁸. De même, les États membres gardent la possibilité d'aménager certaines dispositions de la Convention d'UNIDROIT⁷⁵⁹. Enfin la Convention n'exclut aucune méthode de droit non conventionnel pour l'acquisition ou la disposition des titres, ou bien la constitution et l'opposabilité aux tiers d'un droit sur ces titres, par une autre méthode que celle de la directive⁷⁶⁰. L'harmonisation de cette affectation est donc toute relative, puisqu'elle demeure en grande partie au bon vouloir des autorités nationales⁷⁶¹.

titres et des titres intermédiés au bénéfice de : a) tous ses titulaires de comptes ; ou b) certains titulaires de comptes ou certains groupes de titulaires de comptes, de manière à assurer l'affectation de ces titres et titres intermédiés conformément au paragraphe 1. 5. Un État contractant peut déclarer que, lorsque tous les titres et titres intermédiés détenus par un intermédiaire pour ses titulaires de comptes, autres que lui-même, font l'objet de dispositifs de ségrégation au sens du paragraphe 4, l'affectation exigée au paragraphe 1 ne porte, conformément à son droit non conventionnel, que sur ces titres et titres intermédiés et ne s'applique pas aux titres et titres intermédiés que l'intermédiaire détient pour son propre compte. 6. Le présent article s'applique nonobstant l'ouverture ou la poursuite d'une procédure d'insolvabilité relative à l'intermédiaire ».

⁷⁵⁸ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 12 5. : « Un État contractant peut déclarer que conformément à son droit : a) la condition énoncée dans un ou plusieurs alinéas du paragraphe 3 suffit à rendre un droit opposable aux tiers ; b) le présent article ne s'applique pas aux droits sur des titres intermédiés conférés par ou à toute personne relevant d'une catégorie précisée dans la déclaration ; c) le paragraphe 4 ou l'un de ses alinéas n'est pas applicable ; d) le paragraphe 4(b) s'applique avec les modifications précisées dans la déclaration ».

⁷⁵⁹ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 12 6., 7. et 8. : « 6. Une déclaration relative au paragraphe 3(b) précise si une identification produit les effets décrits à l'article 1(l)(i), à l'article 1(l)(ii), ou aux deux. 7. Une déclaration relative au paragraphe 3(c) précise si une convention de contrôle doit contenir les dispositions décrites à l'article 1(k)(i), à l'article 1(k)(ii), ou aux deux. 8. La loi applicable détermine dans quelles circonstances une garantie légale sur des titres intermédiés est constituée et devient opposable aux tiers ».

⁷⁶⁰ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 13 : « La présente Convention n'exclut aucune méthode prévue par le droit non conventionnel pour : a) l'acquisition ou la disposition de titres intermédiés ou d'un droit sur des titres intermédiés ; ou b) la constitution et l'opposabilité aux tiers d'un droit sur des titres intermédiés, autre que les méthodes prévues par les articles 11 et 12 ».

⁷⁶¹ T. BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2012

141. **Le détail de la mission de l'intermédiaire financier.** Tout d'abord, l'intermédiaire doit obéir aux ordres exclusifs du propriétaire des actifs⁷⁶², sauf dans certains cas exceptionnels⁷⁶³. Le détail de cette mission avait fait l'objet d'un premier projet de liste dans les observations de la délégation française, contenu dans son annexe 2 sur les obligations minimales imposées aux intermédiaires⁷⁶⁴. À partir de cette proposition, la Convention d'UNIDROIT établit la liste suivante, inspirée de la précédente mais avec cependant quelques modifications notoires. L'intermédiaire doit « protéger » les titres qui lui sont confiés, les affecter aux droits de ses titulaires de telle sorte qu'ils ne soient pas disponibles pour leurs créanciers, et donner effet à toute

⁷⁶² « Un intermédiaire n'est ni tenu de, ni autorisé à, donner effet à toute instruction relative à des titres intermédiés d'un titulaire de compte donnée par toute autre personne que ce titulaire de compte ».

⁷⁶³ Par exemple, si une convention contraire existe entre le dépositaire et le titulaire du compte, si les droits de toutes personnes sont rendus opposables aux tiers et contraires à ce principe, si un jugement, sentence, ordonnance ou décision s'y oppose, si le droit non conventionnel s'y oppose, ou bien encore sous conditions des règles du système lorsque l'intermédiaire est le gestionnaire du système de règlement-livraison. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 23 : « 2. Le paragraphe 1 s'applique sous réserve : a) des dispositions de la convention de compte, de toute autre convention entre l'intermédiaire et le titulaire de compte ou de toute autre convention conclue par l'intermédiaire avec le consentement du titulaire de compte ; b) des droits de toute personne (y compris l'intermédiaire) qui ont été rendus opposables aux tiers conformément à l'article 12 ; c) de tout jugement, sentence, ordonnance ou décision émanant d'un tribunal ou de toute autre autorité judiciaire ou administrative compétente, sous réserve de l'article 22 ; d) de toute disposition applicable du droit non conventionnel ; et e) des règles uniformes du système lorsque l'intermédiaire est le gestionnaire d'un système de règlement-livraison ». De ce point de vue, la Convention d'UNIDROIT ne témoigne pas d'une grande nouveauté par rapport aux textes nationaux. Cette conception de soumission exclusive, sauf cas particuliers dus soit à des accords, soit à des dispositions juridiques, au titulaire du compte, ne semble donc pas être le sujet où l'on puisse rencontrer le plus de divergences au niveau européen.

⁷⁶⁴ Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008), Annexe 2 : « La liste suivante, après discussion, pourrait être insérée dans l'article 8 : « Un intermédiaire teneur de compte doit : assurer la conservation des titres des titulaires de comptes et des titres intermédiés enregistrés dans les comptes tenus par cet intermédiaire ; exécuter les instructions des titulaires de compte, dans les conditions définies par la convention de compte ; ne pas disposer des titres ou des titres intermédiés enregistrés dans les comptes titres tenus pour les titulaires de comptes, sauf le cas échéant lorsque cela est explicitement autorisé par le droit non conventionnel ; fournir au titulaire de compte les informations en relation avec les titres ou les titres intermédiés et qui affectent les droits des titulaires de comptes sur ces titres ou titres intermédiés ; payer au titulaire de compte tout produit financier réglé en relation avec les titres ou titres intermédiés, sans que le teneur de compte soit obligé d'accorder un crédit au titulaire de compte ; informer le titulaire de compte de tout mouvement de titres ou de titres intermédiés crédités sur le compte et cela à intervalles réguliers, comme déterminé par le droit non conventionnel ».

instruction donnée par le titulaire de compte ou toute personne autorisée. Il ne peut pas disposer sans autorisation des titres qui lui sont confiés. Il possède en outre une obligation d'information⁷⁶⁵, puisqu'il doit transmettre régulièrement aux titulaires de compte des informations relatives aux titres intermédiés⁷⁶⁶, y compris celles nécessaires à l'exercice des droits par les titulaires de comptes, ainsi que les dividendes et toute autre distribution relatifs aux titres intermédiés⁷⁶⁷.

142. **L'intérêt d'une telle définition.** Il y a plusieurs remarques à faire concernant la définition qui vient d'être faite. En premier lieu, il est à noter l'usage du terme « protéger », qui n'est jamais apparu directement jusqu'alors dans les textes. Que signifie ce terme dans un tel contexte ? Est-ce la fin de l'éternel débat entre conservation et garde ? Quoi qu'il en soit, cet usage est des plus judicieux, car il n'implique pas une détention des titres, puisque l'on peut protéger même ce dont on n'est pas le propriétaire. De plus, ce terme est large : la protection peut viser le fait de tout faire pour éviter tant la dégradation, que la destruction⁷⁶⁸. L'intermédiaire protège les intérêts du titulaire, il protège ainsi le portefeuille de toute atteinte.

L'affectation de titres pour les rendre indisponibles aux créanciers du dépositaire

⁷⁶⁵ M. QUERE, A. GAUVIN, *Information financière et Internet*, Dalloz Affaires, 1990, page 101

⁷⁶⁶ F. ROSENFELD, R. HANNOSET, R. SABATIER, *Analyse financière et gestion des valeurs mobilières, 1. Analyse des actions des sociétés*, deuxième édition, Dunod, Paris, 1992, page 7

⁷⁶⁷ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 10 2. : « 2. Un intermédiaire doit, au moins : a) protéger les titres crédités à un compte de titres, conformément à l'article 24 ; b) affecter des titres ou des titres intermédiés aux droits de ses titulaires de comptes de telle sorte qu'ils ne soient pas disponibles pour ses créanciers, conformément à l'article 24 ; c) donner effet à toute instruction donnée par le titulaire de compte ou par une autre personne autorisée, conformément au droit non conventionnel, à la convention de compte ou aux règles uniformes d'un système de règlement-livraison ; d) ne pas disposer sans autorisation des titres crédités à un compte de titres, conformément à l'article 15 ; e) transmettre régulièrement aux titulaires de comptes des informations relatives aux titres intermédiés, y compris celles nécessaires à l'exercice des droits par les titulaires de comptes, si cela est prévu par le droit non conventionnel, la convention de compte ou les règles uniformes d'un système de règlement-livraison ; et f) transmettre régulièrement aux titulaires de comptes les dividendes et toute autre distribution relatifs aux titres intermédiés, si cela est prévu par le droit non conventionnel, la convention de compte ou les règles uniformes d'un système de règlement-livraison ».

⁷⁶⁸ Voir en ce sens Commission des Opérations de Bourse, *Les modes de détention des valeurs mobilières étrangères par le public aux États-Unis*, Bull. COB, juillet-août 1993, n°271, Supplément « études » n°73, page 83

est une nouveauté. Elle n'apparaît ni dans les textes européens antérieurs, ni dans la législation française. Cet article consacre l'obligation pour l'intermédiaire financier d'exécuter les instructions données par le titulaire de compte ou par toute personne autorisée, et rappelle l'interdiction faite de disposer pour lui-même des actifs qui lui sont confiés. De ce point de vue, il n'y a pas à proprement parler de différence avec le droit national, mais du point de vue du droit acquis, le fait d'écarter les actifs détenus d'une saisie par les créanciers du dépositaire rappelle indirectement que ces actifs ne sont pas la propriété du dépositaire, et confirme la préférence constante pour un droit de créance par rapport à un droit de propriété⁷⁶⁹.

Cet article impose aussi une transmission indispensable entre le dépositaire et le titulaire de compte⁷⁷⁰, transmission qui se traduit non seulement par la communication des informations relatives aux titres intermédiés, mais aussi par la restitution des dividendes ou autres distributions. De ce dernier point de vue, la formulation est quelque peu différente de celle appliquée en droit national. En effet, le droit français dispose que l'intermédiaire doit percevoir les dividendes et les restituer au titulaire du compte, alors que le droit européen ne parle pas d'une obligation pour le dépositaire de percevoir ces dividendes avant de les restituer⁷⁷¹. Est-ce que cette obligation est induite? Ou bien est-ce que la simple information faite au titulaire du compte du fait qu'il existe des dividendes à percevoir suffirait à ce que le dépositaire ait correctement effectué sa mission⁷⁷² ?

⁷⁶⁹ Voir sur ce point I. VOULGARIS, *Les conflits de lois en matière de transfert de propriété*, Paris, 1970

⁷⁷⁰ Voir également en ce sens M. QUERE, A. GAUVIN, *Information financière et Internet*, Dalloz Affaires, 1990, page 101

⁷⁷¹ Voir B. OPPETIT, *La notion de valeurs mobilières*, in *L'Europe et les valeurs mobilières*, Banque et Droit, Hors série, 1992, page 4

⁷⁷² Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 10 3. Enfin, le dernier alinéa de cet article précise que la 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. Serait-ce le moyen de rappeler que l'intermédiaire n'a pas à avoir d'initiative personnelle à l'occasion de son intermédiation ? Ou bien est-ce que cela signifie que le dépositaire n'a pas obligatoirement la charge de choisir son sous-conservateur ? La formulation très vague laisse la porte ouverte à toute interprétation.

§4. Entre reconnaissance et malléabilité

143. **Les dispositions transitoires et finales.** La Convention d'UNIDROIT envisage l'adaptation nécessaire des États membres à cette nouvelle convention⁷⁷³. A nouveau, l'effort de définition qui est ici effectué est remarqué, ainsi que la faculté laissée aux États contractants de faire survivre leur droit national lorsqu'il est opposable aux tiers pendant quelques temps encore, afin d'obtenir une adaptation fluide aux nouvelles normes de la directive⁷⁷⁴. Une fois la Convention conclue par les différents États contractants, il ne leur sera pas possible d'émettre des réserves sur son application⁷⁷⁵.

⁷⁷³ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 39 : « 1. La présente Convention ne porte pas atteinte au rang des droits conférés en vertu de la loi en vigueur dans un État contractant avant la date d'entrée en vigueur de la Convention pour cet État contractant. 2. Un État contractant peut déclarer qu'un droit préexistant ne conserve le rang qu'il avait avant la date déterminée que si, à tout moment avant cette date, ce droit a été rendu opposable aux tiers en remplissant la condition, ou l'une des conditions, énumérées dans la déclaration de cet État faite conformément à l'article 12(5)(a). 3. Dans le présent article : a) « droit préexistant » désigne un droit, autre qu'une garantie légale, qui a été conféré en vertu de la loi en vigueur dans un État contractant autrement que par un crédit à un compte de titres, avant la date d'entrée en vigueur de la Convention pour cet État contractant ; b) « date déterminée » désigne la date indiquée par l'État contractant dans la déclaration faite en vertu de présent article, cette date devant intervenir dans un délai de deux ans au plus après la date de prise d'effet de cette déclaration. 4. L'article 45(5) ne s'applique pas à la déclaration prévue par le présent article ».

⁷⁷⁴ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 40 : « 1. La présente Convention est ouverte à Genève le 9 octobre 2009 à la signature de États participant à la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés, tenue à Genève du 1er au 12 septembre 2008 et du 5 au 9 octobre 2009 (la Conférence de Genève). Après le 9 octobre 2009, la présente Convention sera ouverte à la signature de tous les États au siège de l'Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT) à Rome, ou à tout autre endroit déterminé par le Dépositaire, jusqu'à ce qu'elle entre en vigueur conformément à l'article 42. 2. La présente Convention est sujette à ratification, acceptation ou approbation par les États qui l'ont signée. 3. Un État qui ne signe pas la présente Convention peut y adhérer par la suite. 4. La ratification, l'acceptation, l'approbation ou l'adhésion s'effectue par le dépôt d'un instrument en bonne et due forme auprès du Dépositaire ».

⁷⁷⁵ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 44 : « Aucune réserve ne peut être faite à la présente Convention ».

144. **La faculté de dénonciation de l'accord laissée aux États contractants.** Une fois la convention entrée en vigueur⁷⁷⁶, se pose la question d'une éventuelle dénonciation par un État membre. Une telle option avait déjà été avancée par les Observations du gouvernement de la France lors de la Conférence diplomatique d'adoption de la Convention, dans un article 3 intitulé « Dispositions finales : question de l'inclusion d'une clause de déconnexion et d'une clause de révision ». Cette clause permettrait à certains États contractants (les États de l'Union Européenne par exemple) d'exclure l'applicabilité d'une ou de plusieurs provisions de la Convention pour les relations intra-UE, qui resteraient régies par la législation européenne. La Convention réglerait ainsi uniquement les relations de l'UE avec les États non-européens. Quel est véritablement l'impact et l'efficacité réelle d'une Convention, s'il est si aisé pour un État adhérent de la dénoncer⁷⁷⁷ ? Mais là encore, la nouveauté de cette Convention joue en sa faveur, et justifie un peu maladroitement que toute cette convention ne soit pas impérative⁷⁷⁸.

⁷⁷⁶ L'article 42 précise les modalités d'entrée en vigueur de la présente Convention, c'est-à-dire le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois à compter de la date du dépôt du troisième instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion, entre les États qui ont déposé ces instruments, ou bien le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois à compter de la date du dépôt de son instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 42

⁷⁷⁷ « Étant donné que ce projet de Convention vise à régir non seulement les relations transfrontalières mais également les relations nationales, l'impact d'une telle clause de déconnexion devra être soigneusement étudiée lorsque la Conférence étudiera les clauses finales ». Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008)

⁷⁷⁸ L'article 46 prévoit une faculté pour les États contractants de dénoncer la Convention qu'ils ont conclu Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 46 : « 1. Tout État partie peut dénoncer la présente Convention par une notification écrite formellement adressée au Dépositaire. 2. Une telle dénonciation prend effet le premier jour du mois suivant l'expiration d'une période de six mois à compter de la date de réception de la notification par le Dépositaire. Lorsqu'une période plus longue pour la prise d'effet à l'expiration de cette période après réception de la notification par le Dépositaire. 3. Nonobstant les paragraphes précédents, la présente Convention continue de s'appliquer, comme si une telle dénonciation n'avait pas été faite, à l'égard de tous les droits et obligations nés avant la date de prise d'effet d'une telle dénonciation ».

145. **Le suivi de la Convention, ses effets et éventuelles révisions.** La Convention réserve une faculté d'évaluer l'efficacité de son application, et éventuellement d'en réviser les dispositions. Cette faculté avait été demandée notamment par les observations du gouvernement de la France, en son article 3.2⁷⁷⁹. Répondant à cette demande, la Convention a reconnu cette faculté de révision à travers un article 47 intitulé « Réunions d'évaluation, conférences de révision et questions connexes ». La révision peut s'effectuer au plus tard dans les vingt-quatre mois après l'entrée en vigueur, et tous les vingt-quatre mois si nécessaire, une réunion d'évaluation est invitée à l'initiative du dépositaire⁷⁸⁰. Il était presque indispensable de la part de la Convention de prévoir une telle clause. L'ébauche faite ici d'un statut harmonisé de l'intermédiaire financier est encore incertaine, et fera nécessairement l'objet d'ajout et d'ajustement. Ne pas prévoir ces modifications et conserver cette Convention de manière statique aurait sans aucun doute minimisé son efficacité et son adaptation en droit national. La clause de révision s'avérait donc incontournable.

⁷⁷⁹ « Clause de révision. Prenant en considération les évolutions rapides des marchés financiers, il est absolument indispensable de prévoir une clause de révision, qui permettrait des réouvertures périodiques (lorsque cela serait demandé par un État contractant) de la Convention ». Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008)

⁷⁸⁰ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 48 : « 1. Au plus tard vingt-quatre mois après la date d'entrée en vigueur de la Convention et ensuite, en principe, tous les vingt-quatre mois si les circonstances l'y invitent, le Dépositaire convoque une réunion d'évaluation à laquelle sont invités à participer les États contractants, les États et Observateurs qui ont participé à la Conférence de Genève, les États membres d'UNIDROIT ainsi que d'autres Observateurs invités. 2. Cette réunion d'évaluation peut avoir comme objet : a) la mise en œuvre et l'application de la présente Convention ; b) l'opportunité d'apporter des modifications à la présente Convention ou au Commentaire officiel. 3. Le Dépositaire : a) informe tous les États contractants : i) de toute signature nouvelle ou de tout dépôt d'instrument de ratification, d'acceptation, d'approbation ou d'adhésion et de la date de cette signature ou de ce dépôt ; ii) de la date d'entrée en vigueur de la présente Convention ; iii) de toute déclaration effectuée en vertu de la présente Convention, ainsi que de la date de cette déclaration ; iv) du retrait ou de l'amendement de toute déclaration, ainsi que de la date de ce retrait ou de cet amendement ; et v) de la notification de toute dénonciation de la présente Convention ainsi que de la date de cette dénonciation et de la date à laquelle elle prend effet ; b) transmet des copies certifiées de la présente Convention à tous les États contractants ; et c) s'acquitte des autres fonctions usuelles des dépositaires ».

146. **Conclusion de la Section 3.** La délégation française a eu l'occasion de solliciter un commentaire officiel de ce texte, pour réduire l'incertitude juridique en limitant la marge d'interprétation des juges et législateurs des États contractants⁷⁸¹. En définitive, une marge de manœuvre conséquente est laissée aux États membres, qui bien que liés par la Convention d'UNIDROIT, n'ont pas pour autant à abandonner leurs particularismes nationaux dans l'immédiat. À nouveau, certains doutes quant à l'efficacité réelle d'une telle Convention peuvent apparaître. En effet, la critique d'un texte visant à l'harmonisation mais octroyant cependant une place encore très importante aux choix de chaque État membre est aisée. C'est sans compter sur l'effort titanesque que représente pareille harmonisation, et sur le fait que cette Convention n'en est qu'une première ébauche. Celle-ci n'avait évidemment pas pour vocation de révolutionner le régime actuellement applicable dans chaque État, mais d'instaurer un corps commun de règles. Très certainement l'objectif final est d'étoffer ce corpus au fil des textes pour en faire à terme les seules règles applicables, mais il est certain qu'une telle novation des textes et des pratiques ne peut pas s'opérer dès le premier texte. La déception parfois perceptible à la première lecture de ce texte n'est donc que temporaire.

La Convention a une vision différente du droit commun. Elle laisse une grande marge de manœuvre aux États contractants, qui peuvent s'adapter en douceur au contenu de la Convention. La base est solide, mais elle ne s'impose que dans une certaine mesure aux contractants. L'harmonisation est différente, elle se fait sur un rythme plus lent, et sur la base d'une forme de volontariat⁷⁸². Est-ce que par conséquent elle se fait sur un mode

⁷⁸¹ Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008) : « 4.1 La délégation française, à l'occasion de chacun des comités d'experts gouvernementaux, a demandé systématiquement la rédaction et l'adoption d'un Commentaire officiel des différents articles, en parallèle avec le texte de la Convention proprement dit. Un tel Commentaire n'existe pas à ce jour. Nous considérons toutefois qu'il est absolument nécessaire de pouvoir réduire l'incertitude juridique en limitant la marge d'interprétation des juges et législateurs des États contractants (nous avons déjà mentionné l'utilité d'un tel Commentaire dans les règles des DCT). 4.2 La délégation française considère donc que la Conférence devrait désigner un « Comité de rédaction du Commentaire officiel » qui sera en charge de proposer aux experts un texte finalisé en vue de son adoption conjointe avec la Convention ».

⁷⁸² C'est peut-être un rythme de réforme plus adapté au temps de la création juridique à cette échelle. Voir « La globalisation financière » par M. AGLIETTA, dans *L'économie mondiale 2000*, Collection Repères, Paris, La Découverte, 2000, pages 52 et suivantes

plus responsabilisant ? Est-ce qu'elle crée un droit plus malléable, plus adaptable dans la substance du droit et son évolution dans le temps ? Certains éléments le laissent penser. Il est clair que l'harmonisation des régimes est actuellement indispensable, et que le recours à de tels textes est inévitable, même s'il doit se faire au détriment des bases édictées jusqu'à présent par le droit commun.

147. **Conclusion.** Il ressort de cette première analyse que le régime du dépôt de titres financiers a véritablement été conçu comme un jeu de construction, sous forme de stratifications⁷⁸³. Si le droit civil a fourni un cadre juridique, d'autres sources de droit sont venues ajouter des couches successives, pour compléter le dispositif existant et élaborer pas à pas un régime à part entière. La logique est évidente, et divise la création juridique en trois étapes distinctes. Le droit civil a fourni une base solide et fiable. Il définit l'acte du dépôt, ses conditions, et les acteurs en présence. Alors parfaitement adapté à la nature matérielle des titres financiers, il permet la première qualification juridique de « dépôt » appliquée aux titres financiers.

Au niveau intermédiaire, on retrouve les directives européennes et lois nationales les plus anciennes. Bien que leur contenu soit assez vague, elles amorcent l'émergence d'un dépôt de titres financiers qui n'est plus simplement un dépôt au sens du droit commun. C'est le cas en particulier en vertu de la nécessaire adaptation à la nouvelle nature immatérielle des titres financiers. Les missions du dépositaire s'en trouvent modifiée, et sont pour la première fois définies de manière générale dans ces textes.

Enfin, au niveau le plus élevé, le Règlement Général de l'AMF, relayant le plus souvent des directives européennes plus récentes, assure l'élaboration d'un corps de règles pratiques permettant un fonctionnement optimal du dépôt de titres financiers. Beaucoup plus précis, il permet également, de par sa nature de Règlement Général, une adaptabilité

⁷⁸³ On parle même de « sédimentation des textes », voir J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9

beaucoup plus rapide aux évolutions de la pratique économique. Si le Code civil énonce des règles immuables, et le niveau intermédiaire des grands principes, le niveau le plus élevé possède une réactivité et une versatilité qui vient compléter le système juridique déjà en vigueur.

A ce stade de l'étude, le dépôt de titres financiers possède encore les caractéristiques d'un dépôt de droit commun. Du point de vue chronologique, on peut considérer qu'une telle affirmation correspond à la période précédant la crise financière de 2008-2009⁷⁸⁴. Le régime juridique est alors suffisant. Le droit commun a fourni une base solide au contrat de dépôt de titres, que le Règlement Général de l'AMF et le Code monétaire et financier ont lentement adapté à la spécificité des titres financiers. Dans un système économique performant et en plein essor, la question de la pertinence d'un tel montage ne semble pas se poser. Mais la crise financière dévoile la vacuité d'une réglementation aussi peu adaptée au choc systémique⁷⁸⁵.

148. **Conclusion du Chapitre II.** La tenue de compte conservation est un mécanisme complexe pour plusieurs raisons. Non seulement elle a connu une évolution très lente (plus de trois décennies), mais également sur des niveaux de créations juridiques parfois complémentaires mais souvent parallèles (national, européen et international). Mais ce qui frappe surtout le juriste, c'est cette adaptation constante à l'évolution des titres financiers. Leur dématérialisation a considérablement changé la mission du dépositaire : de simple conservateur de titres, il gère désormais un support immatériel aux règles très spécifiques. Fusion de sa mission initiale et de la tenue de compte propre aux titres immatériels, cette tenue de compte conservation est une évidence en pratique financière, mais un éternel dilemme en droit.

⁷⁸⁴ Voir en ce sens M. SEVE, *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013, pages 56 et suivantes

⁷⁸⁵ Voir en ce sens l'impact de tels phénomènes dans T. BOURAOUI, *L'impact des spams boursiers sur les caractéristiques des titres financiers*, Paris, 2009, pages 112 et suivantes ; A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348.

Le dilemme est double, puisque sur certains titres financiers, le dépositaire effectue d'autres missions. Bien que similaires à la tenue de compte conservation sur certains points, ces missions ne rentrent pas exactement dans le cadre du dépôt.

Chapitre III. La tenue de position et la tenue de registre

149. **Plan.** La mission de tenue de compte-conservation est l'activité principale du dépositaire. Mais il assure également d'autres missions. Qu'il s'agisse d'une mission proche de la tenue de compte-conservation, ou de missions annexes très différentes, elles font également partie des attributions de l'intermédiaire financier. Elles possèdent de fortes ressemblances avec les missions d'un dépositaire de droit commun, mais s'appliquent à des instruments financiers spécifiques, qui dictent leur particularité. Ces missions sont de deux ordres : la tenue de position (Section 1) et la tenue de registre (Section 2).

Section 1. La tenue de position

150. **Une catégorie restrictive d'actifs.** Le Règlement Général de l'AMF impose, pour les actifs de l'OPCVM autres que ceux soumis à la tenue de compte conservation, une tenue de position⁷⁸⁶. En matière de titres financiers, la tenue de position s'applique aux titres nominatifs purs⁷⁸⁷. Ils se caractérisent par l'inscription du nom du

⁷⁸⁶ Article 323-2 2° du Règlement Général de l'AMF

⁷⁸⁷ Il faut remarquer à titre d'informations que la tenue de position s'applique à d'autres instruments financiers qui ne sont pas des titres financiers : les contrats financiers. Le Code monétaire et financier définit les contrats financiers, également appelés « instruments financiers à terme », comme les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret (Article L. 211-1 du Code monétaire et financier, III). Il s'agit en pratique des contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange, accords de taux

titulaire des titres dans les registres de la société qui émet le titre. Leur particularité tient à la traçabilité de l'identité des propriétaires de parts⁷⁸⁸. Le titre est inscrit directement et uniquement dans les comptes de la société émettrice, qui en assure également la gestion⁷⁸⁹. Le rôle du dépositaire est donc très différent de celui qu'il occupait précédemment, puisque l'émetteur gère lui-même les mouvements sur les titres financiers détenus⁷⁹⁰. La mission de tenue de position recoupe une activité autre que de la tenue de compte-conservation.

Puisqu'il s'agit de titres au nominatifs purs, ces titres sont inscrits dans les livres de l'émetteur au nom de l'OPCVM, pas au nom du dépositaire. Par conséquent, l'OPCVM est directement en relation avec l'émetteur des titres. L'OPCVM ne transfère que les informations au dépositaire qui doit les enregistrer, comme par exemple le procès-verbal d'assemblée ou la liste des actionnaires. Le dépositaire doit également enregistrer le

futurs et tous autres contrats à terme relatifs à des instruments financiers, des devises, des taux d'intérêt, des rendements, des indices financiers ou des mesures financières qui peuvent être réglés par une livraison physique ou en espèces ; de ceux qui doivent être réglés en espèces ou peuvent être réglés en espèces à la demande d'une des parties autrement qu'en cas de défaillance ou d'autre incident conduisant à la résiliation. Il peut s'agir également des contrats d'option, contrats à terme fermes, contrats d'échange et tous autres contrats à terme relatif à des marchandises qui peuvent être réglés par livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. Voir par exemple N. ORIOL, *Concurrence et fragmentation sur l'activité de négociation de titres : les enjeux de la Directive MIF*, 2008, Nice, pages 27 et suivantes ; P. LAGNEAU-YMONET, A. RIVA, *Histoire de la Bourse*, La Découverte, 2012, page 107. Enfin, cette catégorie englobe également les contrats à terme servant au transfert du risque de crédit, aux contrats financiers avec paiement d'un différentiel, et à tout autre contrat à terme concernant des actifs, des droits, des obligations, des indices et des mesures, qui présente les caractéristiques d'autres instruments financiers à terme, en tenant compte de ce que, notamment, il est négocié sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, est compensé et réglé par l'intermédiaire d'une chambre de compensation reconnue ou fait l'objet d'appels de couvertures périodiques (Article D. 211 A du Code monétaire et financier). Le terme de contrats financiers regroupe un nombre important de contrats, est n'est pas négligeable dans l'analyse du champ d'application de la tenue de position. Sur le fonctionnement historique d'une chambre de compensation, voir L. LACOUR, J. BOUTERON, *Précis de Droit commercial*, Dalloz, 1925, §1559, pages 291 et suivantes

⁷⁸⁸ C'est ainsi que la définit M. Michel Karlin : « Quand le titre revêt une forme nominative, le nom du titulaire du titre est inscrit dans le registre de la personne morale émettrice : c'est la définition même du titre nominatif ». M. KARLIN, *Responsabilité des teneurs de compte conservateurs*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2010, n° 2, page 29 ; D. AIRAULT, M.-A. FRISON-ROCHE, J. REVUZ, *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64

⁷⁸⁹ Voir *supra*

⁷⁹⁰ A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 14

nombre de parts de l'OPCVM, et demander une attestation à l'émetteur concernant ce même nombre de part pour vérifier l'exactitude des données de chacune des parties, et obtenir une preuve de la détention des titres par l'OPCVM.

151. **La mise en place de la tenue de position.** Lors de la première intervention de l'AMF pour définir les missions du dépositaire des titres, la possibilité d'une tenue de position a été envisagée. Lorsque le dépositaire n'effectue pas la compensation d'instruments financiers à terme⁷⁹¹, il conclut une convention écrite avec l'établissement chargé de ce service⁷⁹², qui précise les obligations du dépositaire et de l'établissement compensateur ainsi que les modalités de transmission d'informations de façon à permettre au dépositaire d'exercer la tenue de position des instruments financiers et des espèces concernés. Cette convention prévoit la liste des instruments financiers et des marchés sur lesquels l'établissement compensateur intervient, la liste des informations relatives aux positions enregistrées sur les comptes de l'OPCVM ouverts dans les livres de l'établissement compensateur. Ce dernier transmet la liste au dépositaire, et le cas échéant, le transfère en pleine propriété des espèces ou des instruments financiers auprès du teneur de compte compensateur⁷⁹³.

La tenue de position consiste à établir un registre des positions ouvertes sur les actifs⁷⁹⁴. Ce registre identifie les caractéristiques de ces actifs et enregistre leurs mouvements afin d'en assurer la traçabilité⁷⁹⁵. Puisque les titres détenus ne sont pas au nom du dépositaire, mais directement au nom du propriétaire des titres, à savoir de l'OPCVM, il ne s'agit pas de conservation, mais d'une simple surveillance des

⁷⁹¹ Voir A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, Paris I, 2008, page 87

⁷⁹² F. AUCKENTHALER, *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)*, La Semaine Juridique, 2005, n°1519

⁷⁹³ Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers

⁷⁹⁴ Mentionnés au 2° de l'article 323-2 du Règlement Général de l'AMF

⁷⁹⁵ La mission du dépositaire en matière de tenue de position est établie par l'article 323-4 du Règlement Général de l'AMF.

mouvements opérés par les instruments au nominatifs purs et les contrats financiers⁷⁹⁶. De fait, cette mission entre en partie dans le travail de contrôle de l'OPCVM, puisqu'il exerce à travers cette fonction un contrôle sur la nature et l'existence réelle des actifs, mais aussi sur la régularité des actions par les différents acteurs⁷⁹⁷. Le dépositaire exécute, sur instruction de la société de gestion de portefeuille, les paiements d'espèces liés aux opérations sur les instruments financiers nominatifs purs⁷⁹⁸. La société de gestion adresse au dépositaire les documents matérialisant les acquisitions et cessions des instruments financiers nominatifs purs, ceux relatifs aux dépôts et ceux permettant au dépositaire d'avoir connaissance des caractéristiques des instruments financiers nominatifs purs et des dépôts, ainsi que des événements les affectant.

152. **Le contenu de l'information fournie au dépositaire.** La société de gestion possède également une obligation d'information envers le dépositaire : elle doit le renseigner sur les éléments caractéristiques relatifs à la conclusion d'un nouveau contrat cadre portant ou aux modifications d'un contrat cadre existant, les transactions ou les avis d'opérations permettant d'identifier les opérations et leurs caractéristiques précises, et d'éventuelles modifications apportées aux éléments caractéristiques des contrats cadres. Le dépositaire peut demander une copie des contrats cadres ainsi que tout complément d'information nécessaire à l'exercice de sa mission⁷⁹⁹. Elle doit également lui fournir tous les documents matérialisant l'acquisition et la cession des instruments financiers nominatifs, ceux relatifs à tous les dépôts effectués auprès d'un autre établissement, ceux permettant au dépositaire d'avoir connaissance des caractéristiques et des événements affectant des instruments financiers nominatifs purs et des dépôts,

⁷⁹⁶ G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 55

⁷⁹⁷ Les articles 323-16 et 323-17 du Règlement Général de l'AMF donnent une définition restrictive de la mission de tenue de position. Ils rappellent dans un premier temps que le dépositaire exécute, sur instruction de la société de gestion de portefeuille, les virements d'espèces et d'instruments financiers nécessaires à la constitution des dépôts de garantie et d'appels de marge, ainsi que les paiements d'espèces liés aux opérations sur les instruments financiers nominatifs purs et sur les dépôts. Toute difficulté rencontrée doit faire l'objet d'une information à la société de gestion, et le dépositaire lui adresse selon une périodicité définie un relevé de situation.

⁷⁹⁸ Article 323-17 du Règlement Général de l'AMF

⁷⁹⁹ Article 323-16 du Règlement Général de l'AMF

notamment les attestations établies par l'émetteur, qui sont transmises au dépositaire selon les modalités prévues dans la convention^{800 801}.

153. **La distinction avec la tenue de compte conservation.** La tenue de position se différencie de la tenue de compte conservation par plusieurs aspects importants, car la tenue de position ne procède pas d'une démarche comptable. Elle consiste pour le dépositaire à tenir un registre contenant toutes les positions prises par l'OPCVM. Le dépositaire doit avoir une vision de tous les actifs de l'OPCVM, qu'ils soient inscrits dans ses livres et administrés par lui ou simplement inscrits et suivis dans un registre de position⁸⁰². La tenue de position ne comprend qu'une mission de contrôle, là où la tenue de compte conservation impose une mission de garde. Même s'il s'agit d'un intervenant unique, cette mission est par nature exclue du mécanisme du dépôt de titres.

⁸⁰⁰ Article 323-17 du Règlement Général de l'AMF

⁸⁰¹ A l'égard des instruments financiers à terme, la tenue de position consiste pour le dépositaire à effectuer la compensation de ces contrats financiers, c'est-à-dire à exécuter les virements d'espèces et d'instruments financiers nécessaires à la constitution de dépôts de garantie et des appels de marge. Il est prévu une convention avec l'établissement chargé de la compensation des contrats financiers, similaire à celui applicables aux titres nominatifs purs. Article 323-13 du Règlement Général de l'AMF : « Lorsque le dépositaire n'effectue pas la compensation « de contrats financiers », il conclut une convention écrite avec l'établissement chargé de ce service. Cette convention précise les obligations du dépositaire et de l'établissement compensateur ainsi que les modalités de transmission d'information afin de permettre au dépositaire d'exercer la tenue de position des instruments financiers et des espèces concernées. Cette convention prévoit : 1° La liste des instruments financiers et des marchés sur lesquels l'établissement compensateur intervient ; 2° La liste des informations relatives aux positions enregistrées sur les comptes de l'OPCVM ouverts dans les livres de l'établissement compensateur. Ce dernier transmet la liste au dépositaire ; 3° Le cas échéant, le transfert en pleine propriété des espèces ou des instruments financiers auprès du teneur de compte conservateur ». Cette fonction nécessite une communication particulière entre le dépositaire et la société de gestion, et la société de gestion informe le dépositaire de tout changement relatif à l'OPCVM, selon les modalités et dans les délais mentionnés dans la convention prévue à l'article 323-11 du Règlement Général de l'AMF (Article 323-20 du Règlement Général de l'AMF).

⁸⁰² Cette inscription dans le registre des positions n'atteste pas de la propriété d'un titre, mais de celles d'une position prise par l'OPCVM sur des contrats financiers listés (options, futures) ou conclus de gré à gré (swap). Dans ce contexte, le dépositaire d'OPCVM devra naturellement s'assurer de l'existence de procédures internes de nature à sécuriser la traçabilité des actifs. Du point de vue de la pratique, ces deux missions sont distinctes et néanmoins d'une complémentarité évidente. Le dépositaire se doit, pour des raisons de contrôles qui seront évoquées plus avant, d'avoir une vision précise et à jour de tous les actifs de l'OPCVM. Lorsqu'il ne détient pas directement ces actifs par le biais de la tenue de compte-conservation, il conserve un regard sur les différents mouvements qui affectent les autres actifs, à travers la tenue de registre. L'ensemble de ses deux missions autorisent le dépositaire à maîtriser la vue d'ensemble des actifs de l'OPCVM.

Section 2. La tenue de registre

154. **L'adaptation de la tenue de position aux dépositaires de Fonds d'Investissements Alternatifs.** La transposition de la directive AIFM par l'ordonnance du 25 juillet de 2013⁸⁰³ modifie le cadre juridique de la gestion d'actifs en matière de FIA. Cette ordonnance transpose la tenue de position aux dépositaires de FIA, mais sous la forme d'une tenue de registre, définie à l'article L. 214-24-8 du Code monétaire et financier. Le Règlement Général de l'AMF précise que le dépositaire doit, dans le cadre de cette tenue de registre, vérifier que les autres actifs sont bien la propriété du FIA. Cette information est obtenue auprès du FIA ou de sa société de gestion de portefeuille sur la base des informations ou des documents fournis par le FIA ou sa société de gestion de portefeuille et, le cas échéant, sur la base d'éléments de preuve externes⁸⁰⁴.

155. **La transposition de l'exigence d'une convention entre le dépositaire et le conservateur des actifs.** Là encore, le législateur insiste sur la nécessité pour le dépositaire d'obtenir une vision claire des actifs du FIA. Pour ce faire, il requiert à nouveau une convention particulière. Aux fins de la tenue de registre, le dépositaire conclut une convention écrite avec l'établissement chargé de la compensation lorsqu'il effectue lui-même ce service⁸⁰⁵. Cette convention précise les obligations du dépositaire et de l'établissement compensateur ainsi que les modalités de transmission d'information de façon à permettre au dépositaire d'exercer la tenue de registre des instruments financiers, des contrats financiers et des espèces concernés^{806 807}.

⁸⁰³ Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

⁸⁰⁴ Article 323-25 du Règlement Général de l'AMF

⁸⁰⁵ F. AUCKENTHALER, *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)*, La Semaine Juridique, 2005, n°1519

⁸⁰⁶ Article 323-1 du Règlement Général de l'AMF

⁸⁰⁷ En vertu du Règlement Général de l'AMF, les missions exercées par le dépositaire font l'objet d'un contrôle. Le contrôleur légal des comptes du dépositaire remplit une mission particulière annuelle portant sur le contrôle des comptes ouverts au nom des OPCVM dans les livres du dépositaire. Dans un délai de sept semaines à compter de la clôture de chaque exercice de l'OPCVM, le dépositaire doit attester de l'existence des actifs dont il assure la tenue de compte conservation, et des positions des

156. **Conclusion du Chapitre III.** La conception des instruments financiers comme des biens dématérialisés a des conséquences sur la compréhension des missions du dépositaire, comme nous l'avons déjà évoqué. En matière de tenue de position et de tenue de registre, l'incertitude croît encore davantage. En effet, le dépositaire n'est même plus le conservateur des titres financiers. En présence de titres nominatifs purs, cette fonction revient fondamentalement à l'émetteur⁸⁰⁸. La question qui peut se poser ici est alors la persistance d'un lien entre le dépôt au sens commun et la mission de tenue de position. Le rôle du teneur de position est d'effectuer l'inscription en compte des différents actifs. Il ne s'agit donc même plus de conserver les actifs : l'obligation principale du dépôt a disparu, définitivement engloutie par une obligation qui tient davantage de la gestion financière d'un bien immatériel.

Parle-t-on toujours d'un « dépositaire » cependant ? Force est de constater que oui, et il serait aisé de conclure à un abus de langage dû à l'évolution des titres financiers, donc totalement contemporain. Or les titres nominatifs purs ne sont pas une nouveauté de la pratique : ils existaient bien avant la dématérialisation des titres financiers. Dès cette époque, la mission du dépositaire de titres incluait la gestion des ordres des titres nominatifs purs, alors qu'ils n'ont jamais fait partie des choses conservées par le dépositaire. La qualification de « dépositaire » n'est finalement que le terme générique désignant l'intermédiaire compétent en la matière : c'est-à-dire la gestion du dépôt des titres financiers qui peuvent en faire l'objet, et par extension des autres titres. Voir dans l'actuelle tenue de position la preuve que l'activité propre aux titres financiers n'est plus un dépôt, c'est se tromper de cible et se tromper de raisonnement. La tenue de position

autres actifs figurant dans l'inventaire qu'il produit et qu'il conserve dans les conditions mentionnées à l'article 323-2 du Règlement Général de l'AMF. En outre, le dépositaire adresse également cette attestation à la société de gestion. Cette attestation annuelle tient lieu d'état périodique (Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Article 323-10 du Règlement Général de l'AMF). Ce contrôle varie suivant les cas suivants : s'il s'agit d'une SICAV, le contrôle concerne le respect des règles légales, statutaires et déontologiques. S'il s'agit d'un FCP, le dépositaire doit vérifier la conformité du fonds aux dispositions légales, contractuelles et déontologiques.

⁸⁰⁸ P. GOUTAY, *Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers, Pour une approche moderne et non conservatrice*, Banque et Droit, juillet-août 2009, n°126

peut être qualifiée d'activité annexe du dépositaire, tout comme l'obligation d'information : elle ne remet pas en cause l'existence du dépôt de titres financiers, et donc l'appellation de « dépositaire ».

157. **Conclusion du Titre II.** La particularité de la chose déposée dicte le comportement du dépositaire à son égard. L'obligation de garde et de conservation, chère au droit commun du dépôt, demeure bien présente en matière de titres financiers, mais se teinte d'une nuance particulière due à la nouvelle nature immatérielle des titres. Il s'agit désormais pour le dépositaire d'assurer, au terme de cette mission, l'inscription en compte des titres financiers, d'exécuter les ordres du déposant, et d'agir en toutes circonstances dans son intérêt. Cette activité recoupe, en plus de la mission de garde traditionnelle, une mission de tenue de compte issue davantage du monde financier que du droit commun.

158. **Conclusion de la Ière Partie.** Il a été énoncé antérieurement que la particularité du dépôt de titres financiers tient en premier lieu à l'objet du dépôt. Au terme de cette première partie, la chose déposée est maintenant mieux connue. Historiquement dépôt matériel, les titres financiers ont été dématérialisés en 1981. Si le droit commun ne s'est jamais opposé au dépôt irrégulier de choses fongibles (dont il est avéré que les titres financiers font partie), la question d'un dépôt de choses immatérielles a fait naître plusieurs incertitudes. Serait-ce une totale aberration, ou une simple vue de l'esprit ? Le législateur et une grande partie de la doctrine sont clairs sur ce point : la dématérialisation n'a vocation qu'à supprimer le support papier, pas à révolutionner le régime applicable aux titres financiers. Rien ne s'oppose à un dépôt immatériel, tant que celui-ci fournit les mêmes droits dans les mêmes conditions que le dépôt antérieur.

159. **Un véritable dépôt civil.** Le droit considère le dépôt comme un contrat réel⁸⁰⁹, en ce qu'il est formé par la remise de la chose⁸¹⁰. La remise de la chose et sa restitution constituent la cause et l'extinction du contrat⁸¹¹. Le droit civil précise que la remise de l'objet du dépôt peut ne pas être une remise réelle⁸¹², en raison de la nature immatérielle de cet objet. Ici, le dépôt porte sur des titres financiers, objets immatériels. Le dépôt se traduit par la remise des titres, qui crée le contrat de dépôt. Cette remise de titres semble bien constituer un dépôt de droit commun.

Certes, pour que la similitude soit parfaite, un certain nombre d'adaptations s'impose. Désormais, le transfert de propriété ne s'effectue plus par tradition, mais au moment du virement des titres de compte à compte⁸¹³. Quant aux notions de garde et de conservation, elles se teintent d'une nuance pratique inédite. Conserver des titres

⁸⁰⁹ P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 200. Certains auteurs revendiquent cette nature réelle du contrat de dépôt. C'est le cas par exemple de H. CAPITANT, *De la cause des obligations*, deuxième édition, Dalloz, 1924, §25, page 63: « Si le prêt et le nantissement sont des contrats synallagmatiques, il n'en est pas de même du dépôt. Il est bien, lui, un contrat réel qui se forme par le fait même du dépôt, c'est-à-dire de la remise en garde d'une chose. Tant que cette remise n'a pas été faite, il n'y a pas de dépôt. Sans doute, on peut concevoir qu'une personne promette à une autre d'accepter en dépôt certains objets que celle-ci lui confiera, mais cette promesse n'engage que le promettant, non le futur déposant ; elle n'est qu'un avant-contrat bien distinct de celui qui se formera le jour où le dépôt sera effectué. C'est ce jour-là seulement, et par le fait même de la remise, que l'*accipiens* sera tenu des obligations qu'engendre le dépôt (art. 1927 et s.). Aussi, dans la pratique, les choses ne se passent-elles pas pour le dépôt comme pour le prêt. Jamais on ne voit un dépositaire s'engager à restituer avant d'avoir reçu les objets en dépôt. Ainsi le dépôt est bien un contrat unilatéral et c'est vraiment un contrat réel. Quelle est donc la cause qui engendre l'obligation du dépositaire ? On ne peut plus dire que ce soit le fait même du dépôt ; une semblable réponse serait manifestement inexacte, et reviendrait à confondre la cause et la source de l'obligation. Le but que poursuit le dépositaire en acceptant le dépôt ne peut pas être en effet le dépôt lui-même. C'est bien évident. Ce but ne peut être que de rendre un service gratuit au déposant ». Voir également G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1017, page 531

⁸¹⁰ Voir parmi d'autres D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 365, ou encore POTHIER R.-J., (1831), *Les traités du droit français, Editions Tarlier*, Bruxelles, page 83 ; J.-M. MOUSSERON, *Technique contractuelle*, Francis Lefebvre, 1999, §291, page 133

⁸¹¹ Certains auteurs conservent cependant une certaine nuance à cette affirmation, c'est par exemple le cas de M. TOULLIER : « L'existence du contrat suppose la remise la chose. On ne doit point cependant dire que le dépôt est un contrat réel. Si le dépositaire est détenteur à un autre titre de la chose déposée, le contrat se forme sans tradition réelle. C'est à celui qui prétend qu'il détenait à un autre titre, et qu'il détient actuellement à titre de dépositaire, à le prouver », M. TOULLIER, *Le droit civil français, suivant l'ordre du code*, Société typographique belge, Bruxelles, 1838, notes 382 à 385, page 314. Ce point sera développé plus avant.

⁸¹² J.-M. MOUSSERON, *op. cit.*, §291, page 133

⁸¹³ ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782

financiers implique leur inscription en compte : la mission de dépôt se voit donc tout naturellement adjoindre une mission de tenue de compte inhérente à la nature de la chose déposée. A ce stade du raisonnement, le droit commun demeure omniprésent. Si les titres financiers dématérialisés obligent à quelques modifications dans leur mode de possession⁸¹⁴, il ne s'agit finalement que d'une chose particulière, qui autorise malgré tout son dépôt. Ce n'est pas dans la nature des titres financiers qu'il faut chercher une fracture définitive avec le dépôt de droit commun.

Mais à chose particulière, manipulation particulière. Comme nous l'avons fait remarquer dans l'introduction, tout juriste serait sceptique sur la pertinence de déposer un bien immatériel. Pour juger d'une telle pertinence, il faut trouver une raison à son utilisation. Pourquoi un dépôt de titres financiers ? C'est bien le contexte du dépôt qui est ici en jeu : si le dépôt est effectué, c'est d'une part parce qu'il est imposé par la loi, et d'autre part parce qu'il est utile aux parties en présence. La question qui en découle est la suivante : qui sont les différents acteurs du dépôt ?

⁸¹⁴ En fait de possession, il s'agit davantage d'une détention, en application des principes édictés par R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

PARTIE II. LES PARTIES

160. **Introduction.** Une fois développée la question de l'objet du dépôt, nous pouvons nous interroger sur les sujets de droit qui opèrent au sein du dépôt. Qui manipule la chose ? Ce sont ici les parties au contrat qui prennent toute leur importance, et il convient de les présenter minutieusement. Le terme de partie désigne toute personne physique ou morale qui participe à un acte juridique, à une convention, par opposition aux tiers⁸¹⁵, qui sont étrangers à l'acte juridique en cause⁸¹⁶. Il s'agit donc de toute personne liée par l'accord, qu'elle soit présente⁸¹⁷ ou représentée^{818 819}, et est synonyme de contractant à l'accord. Ainsi, suivant le principe de la relativité des conventions, les contrats n'ont de force obligatoire que dans les relations des parties contractantes entre elles, et non à l'égard des tiers auxquels ils ne peuvent, en règle générale, ni nuire, ni profiter⁸²⁰. La convention est dite inopposable aux tiers. Le principe est évident : seuls les personnes contractant un dépôt doivent participer à ce contrat et être liées par lui. Mais sont-elles les seuls intervenants impactés par l'existence et la tenue de ce dépôt ?

⁸¹⁵ R. GUILLIEN, J. VINCENT, sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005, page 453

⁸¹⁶ R. GUILLIEN, J. VINCENT, *op. cit.*, page 608

⁸¹⁷ G. CORNU, *op. cit.*, page 682 : « qui se trouve ou se trouvait à un moment donné dans un lieu déterminé ».

⁸¹⁸ G. CORNU, *op. cit.*, page 779. Représenter : « Rendre une personne présente devant une autre ; la remplacer sous ses yeux, d'où la remettre entre ses mains ».

⁸¹⁹ G. CORNU, *op. cit.*, page 637

⁸²⁰ G. CORNU, *op. cit.*, page 764

En outre, le terme de « dépôt » possède plusieurs acceptions⁸²¹. Sa définition est d'une grande versatilité, et regroupe des réalités très différentes. Pour ce qui est du dépôt de droit commun, le Code civil le considérait initialement comme un contrat gratuit entre amis, sans envisager que ce contrat puisse se développer dans les relations d'affaires⁸²². En matière de dépôt de titres financiers, force est de constater que nous sommes bien loin du dépôt d'ami, *a fortiori* essentiellement gratuit⁸²³. Cependant cette source civiliste reste importante, pour deux raisons. D'une part, elle demeure la source la plus ancienne du dépôt : dès 1949, un décret place explicitement le dépôt de titres sous l'égide du droit civil⁸²⁴. Texte prémonitoire s'il en est, ce décret présente le droit civil comme une source originelle permettant son fonctionnement le plus simple, mais autorise de nombreuses dérogations à cette application⁸²⁵. D'autre part, les principes généraux du Code civil demeurent actifs dans le régime juridique du dépôt financier, notamment en ce qui concerne les parties au contrat de dépôt. Certaines notions, telles que le caractère *intuitus personæ* du choix du dépositaire⁸²⁶ ou encore la bonne foi des acteurs, sont induites de façon permanente dans certaines obligations.

161. **Plan.** Qualifier le dépôt de titres financiers de dépôt de droit commun impliquerait de retrouver en celui-ci une de ses principales caractéristiques : les parties au contrat. Elles sont au nombre de deux dans un dépôt de droit commun : le déposant, et le dépositaire. C'est autour de cet axe principal que s'organise le mécanisme initial de toute forme de dépôt, et le dépôt de titres financiers ne fait pas exception en la

⁸²¹ Voir introduction

⁸²² D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 365. Ce point sera développé ultérieurement.

⁸²³ Article 1915 du Code civil

⁸²⁴ Décret 49-1105 du 4 août 1949, relatif au régime des valeurs mobilières ainsi qu'aux modalités de liquidation de la caisse centrale de dépôts et de virement des titres (C.C.D.V.T), article 11 : « Sous réserve de la dérogation prévue à l'article 9, les obligations et la responsabilité de restitution, tant de l'organisme interprofessionnel envers les établissements affiliés que de ces derniers envers leurs déposants ou débiteurs ou des tiers auxquels ont été confiées des actions envers les personnes qui les leur ont remises, sont régies par les dispositions relatives aux obligations du dépositaire ou du gagiste telles qu'elles sont fixées par le code civil ».

⁸²⁵ Voir *infra*

⁸²⁶ F. VALLEUR, *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1938, page 127

matière (Titre I). Mais une fois encore, le principe de droit commun est rapidement dépassé par la complexité du droit financier, qui ajoute deux nouveaux acteurs tout aussi primordiaux : la société de gestion et le sous-conservateur (Titre II). Le *duo* devenu *quatuor* impose une réorganisation des rôles, et une structuration des prérogatives et des obligations autrement plus complexe. Une telle mutation des parties et la dilution progressive de leurs caractéristiques propres peut-elle exclure définitivement le rattachement au dépôt de droit commun ?

TITRE I. LES PARTIES PRINCIPALES

162. **Plan.** Le postulat de départ est la présomption que l'acte du dépôt de titres financiers est un véritable dépôt de droit commun. De par sa structure, son organisation et son objectif, il entre dans la définition du terme « dépôt » par essence, et non par défaut⁸²⁷. Retrouver dans ce dépôt les acteurs principaux que sont le déposant et le dépositaire est certes primordial pour le rattacher au mécanisme du droit commun, mais il présente un autre avantage. Il permet en effet de poser un décor. Nous énoncions précédemment de la raison d'être du dépôt, or elle ne peut se révéler qu'à travers la compréhension de son contexte et de son utilité dans la pratique financière (Chapitre préliminaire). Une fois posé ce cadre, c'est tout naturellement que le déposant (Chapitre I) et le dépositaire (Chapitre II) révèlent leur originalité par rapport aux acteurs de droit commun.

⁸²⁷ Ce qui va dans un sens différent de l'opinion de Paul-Arthur Treyvaud, qui considère qu'un dépôt irrégulier ne peut pas être un véritable dépôt, car il va à l'encontre du contrat, qui est la conservation en lieu sûr de la chose confiée : P.-A. TREYVAUD, *Le contrat de dépôt bancaire*, Lausanne, 1972, page 112

Chapitre préliminaire. Le contexte du dépôt

163. **Introduction.** Un premier pas vers la mise en contexte du dépôt serait certainement de lui trouver une motivation. Mais une telle motivation existe-t-elle ? Le droit commun est à nouveau d'un grand secours puisqu'il opère une distinction entre le dépôt volontaire et le dépôt nécessaire. Étudié aux articles 1921 et suivants du Code civil⁸²⁸, le dépôt volontaire peut se définir comme la situation dans laquelle le dépôt est prépondérant, non seulement parce qu'il est voulu par les parties, mais parce qu'il est l'objet principal de cette volonté⁸²⁹. À l'inverse, le dépôt nécessaire est d'une certaine manière un dépôt accessoire et ou involontaire⁸³⁰, soit parce qu'il résulte d'un concours de circonstances ayant créé le dépôt sans la volonté des parties⁸³¹, soit parce qu'il est l'obligation accessoire à d'autres obligations principales unissant les parties⁸³². Ce dépôt est étudié à l'article 1949 du Code civil^{833 834}. En matière de dépôt financier, la question est partiellement tranchée par la définition opérationnelle du dépositaire. La Convention

⁸²⁸ « Le dépôt volontaire se forme par le consentement réciproque de la personne qui fait le dépôt et de celle qui le reçoit ». G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1025, page 535-536

⁸²⁹ C'est le cas par exemple pour un dépôt de sommes d'argent dans un compte de dépôt.

⁸³⁰ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1182, page 601

⁸³¹ C'est le cas par exemple du dépôt au sein d'un organisme agréé d'objets perdus.

⁸³² C'est le cas par exemple du dépôt des bagages dans un établissement hôtelier.

⁸³³ « Le dépôt nécessaire est celui qui a été forcé par quelque accident, tel qu'un incendie, une ruine, un pillage, un naufrage ou autre événement imprévu ».

⁸³⁴ La différence entre chaque type de dépôt est notamment visible dans le régime de la preuve correspondant. En effet, au dessus de mille cinq cent euros, la preuve du dépôt volontaire doit être effectuée par écrit, en vertu de l'article 1341 du Code civil. En matière de dépôt nécessaire, la preuve par tout moyen est acceptée quelque soit le montant du dépôt, en vertu de l'article 1950 du Code civil : « La preuve par témoins peut être reçue pour le dépôt nécessaire, même quand il s'agit d'une valeur supérieure au chiffre prévu à l'article 1341 ». Le régime de preuve concernant le dépôt nécessaire est donc plus favorable que celui concernant le dépôt volontaire.

d'UNIDROIT l'identifie comme une personne⁸³⁵ qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour le compte de tiers et, le cas échéant, pour son propre compte, et agit en cette qualité⁸³⁶, d'où l'appellation de détention intermédiée⁸³⁷. Par conséquent, la pratique considère que la tenue de compte est l'activité principale du dépositaire. La tenue de compte étant l'activité visible sur les titres déposés, c'est-à-dire la matérialisation du dépôt, ce dépôt est la mission centrale et principale du dépositaire. Le dépôt est bien volontaire et non nécessaire⁸³⁸. Nous pouvons donc supposer que l'activité du dépôt est centrale dans le contexte que nous nous proposons maintenant de présenter.

164. **Rappel.** Un OPCVM possède des titres financiers, dont la gestion directe lui est interdite. En d'autres termes, il ne peut pas à la fois les « détenir » (c'est-à-dire en assurer la manipulation) et les « gérer » (c'est-à-dire en assurer l'administration). Les deux fonctions doivent être prises en charge par deux professionnels distincts⁸³⁹. Il va donc les confier à un dépositaire, qui en assure la garde, soit la fonction de détention des titres. L'organisme donne alors au dépositaire des ordres pour effectuer telle ou telle opération sur les titres financiers.

165. **Le règlement-livraison.** Pour détenir les titres, le dépositaire les inscrit dans un compte de titres qu'il a lui-même créé⁸⁴⁰. Selon la Convention d'UNIDROIT, le « compte de titres » désigne un compte tenu par un intermédiaire sur

⁸³⁵ Y compris un dépositaire central de titres.

⁸³⁶ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, (9 octobre 2009), Genève, Article 1 d)

⁸³⁷ F. AUCKENTHALER, *Obligations d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé*, La Semaine Juridique, 1998, n°1914

⁸³⁸ A. BENABENT, *Dépôt : la marginalité de la preuve*, Revue des contrats, 1er mars 2014, n°1, page 147

⁸³⁹ L'impératif de distinction claire des deux opérateurs sera développée ultérieurement, dans la présentation de la « muraille de Chine ».

⁸⁴⁰ A. ROUX, *La Compensation et le Virement des titres*, Paris, 1930, page 53

lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités »^{841 842 843}. Le titulaire du compte demeure la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres, que cette personne agisse pour son compte propre ou pour le compte de tiers⁸⁴⁴. A chaque transaction concernant les titres financiers qui lui sont confiés, le dépositaire matérialise dans ses comptes le transfert de propriété issu de la transaction négociée effectuée par le déposant. Cette opération se nomme règlement-livraison, et fait intervenir plusieurs acteurs à la mission bien définie⁸⁴⁵.

166. **Les acteurs du règlement-livraison.** Une première différence apparaît : dans le dépôt de droit commun, le mécanisme n'engage que deux acteurs, le déposant et le dépositaire. En matière de marché financiers, le mécanisme n'est plus bilatéral mais multilatéral⁸⁴⁶. Dans la situation d'un règlement-livraison, nous sommes en présence de quatre acteurs principaux : d'une part, aux deux extrémités de la chaîne, l'OPCVM détenteur et l'émetteur de titres. L'OPCVM détenteur est un acheteur, alors que l'émetteur est un vendeur de ses propres titres. D'autre part, en tant qu'intermédiaire, agissent le dépositaire d'OPCVM et le dépositaire central⁸⁴⁷.

⁸⁴¹ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 1 c)

⁸⁴² Selon cette même convention, le système de règlement-livraison est défini comme suit : « « système de règlement-livraison » désigne un système qui : i) effectue le règlement-livraison, ou la compensation et le règlement-livraison, des transactions sur titres ; ii) est géré par une ou plusieurs banques centrales ou soumis à la réglementation, au contrôle ou à la surveillance d'un gouvernement ou d'une autorité publique relativement à ses règles ; et iii) a été désigné comme tel, dans une déclaration de l'État contractant dont le droit régit le système, sur le fondement de la réduction des risques affectant la stabilité du système financiers ». Voir Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, (9 octobre 2009), Genève, Article 1 n)

⁸⁴³ Selon le mode de négociation (de gré à gré ou sur un marché réglementé) et l'éloignement des parties (marché local ou marché international) le délai entre le négociation et le règlement-livraison peut varier de un à trois jours.

⁸⁴⁴ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 1 b)

⁸⁴⁵ T. CHOINEL, *Le marché financier : structures et acteurs*, huitième édition, Revue Banque édition, 2002, pages 26 et suivantes ; K. LÖBER, *Compensation et règlement-livraison en Europe : l'identification des problèmes juridiques au niveau européen*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 155

⁸⁴⁶ A.-C. ROUAUD, *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, Paris I, 2008, page 33

⁸⁴⁷ Voir F.-C. JEANTET, *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161

L'émetteur est la société cotée qui émet des titres financiers. L'OPCVM⁸⁴⁸ détenteur est l'organisme de placement en valeurs mobilières qui souhaite faire l'acquisition des titres financiers émis par l'émetteur de titres. Tout investisseur peut acheter des parts de cet OPCVM et en devenir ainsi actionnaire⁸⁴⁹. Le dépositaire d'OPCVM est l'établissement bancaire auquel sont confiés les actifs dont l'OPCVM a fait l'acquisition. Le dépositaire central tient le registre des instruments financiers émis⁸⁵⁰ et assure la circulation des instruments financiers en effectuant les mouvements de titres contre espèces⁸⁵¹. Il opère le dénouement des opérations financières, et est le seul, pour une émission de titres donnée, à connaître le nombre total de titres en circulation⁸⁵². On dit qu'il tient le compte émetteur du titre⁸⁵³. C'est donc un deuxième dépositaire.

167. **Le dépositaire central français.** En France, le dépositaire central de titres est Euroclear France (anciennement SICOVAM)⁸⁵⁴. Euroclear France opère un système de règlement-livraison connu sous le nom de RGV⁸⁵⁵, ce qui signifie RELIT (Règlement Livraison de Titres) Grand Vitesse⁸⁵⁶. La plupart des établissements bancaires français, mais aussi un certain nombre d'établissements étrangers sont affiliés (c'est-à-dire titulaires d'un compte titres) à Euroclear France⁸⁵⁷ et agissent en tant que dépositaires

⁸⁴⁸ Cet OPCVM est le déposant dans la relation du dépôt des titres.

⁸⁴⁹ D. OHL, *Droit de sociétés cotées, Accès au marché, produits cotés, OPA, Abus de marché*, Litec, troisième édition, 2008 ; L. AYNES, *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 593

⁸⁵⁰ P. ESMEIN, *La Caisse centrale de dépôts et de virements des titres*, La Gazette du Palais, 1942, I, doctrine page 46

⁸⁵¹ On nomme aussi ce dépositaire le Central Securities Depository (CSD), ou encore Place of settlement.

⁸⁵² E. BALDY, *La forme et la négociations des actions, La caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Revue Banque, novembre 1946, page 14

⁸⁵³ H. de LA BRUSLERIE, *Gestion obligataire, Tome 1 : Marchés, taux d'intérêt et actifs financiers*, deuxième édition, Economica, 2002, page 160

⁸⁵⁴ Voir C. LAURENT-KARYOTIS, *Effizienz technique d'un système règlement-livraison de titres*, Paris XII, 2004, pages 167 et suivantes

⁸⁵⁵ Voir pour plus de précisions C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, Revue Banque édition, 2003, pages 64 et suivantes

⁸⁵⁶ C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, Revue Banque édition, 2003, pages 54 et suivantes

⁸⁵⁷ A. DUVIVIER, F. HERVO, *La chaîne de traitement des opérations sur titres en Europe*, Bull. mensuel de la Banque de France, n°99, mars 2002, page 41

locaux pour les titres émis en Euroclear France⁸⁵⁸. La directive OPCVM de 1985 établit envers le dépositaire, le gestionnaire de portefeuille et la société d'investissement deux interdictions principales⁸⁵⁹. Aucune de ces entités ne peut octroyer de crédits ou se porter garants pour le compte de tiers⁸⁶⁰, ni effectuer de vente à découvert sur les valeurs mobilières⁸⁶¹. Ces mesures dévoilent toute l'importance d'une définition claire du rôle de chaque acteur du règlement-livraison, et l'interdiction faite de tout cumul d'activité ou opération qui pourrait apporter une certaine confusion à la compréhension de l'ensemble du système⁸⁶².

168. **Le règlement-livraison en droit interne.** Lorsque qu'un OPCVM décide d'acquérir des titres financiers, l'émetteur transmet ces titres au dépositaire central, qui les confie au dépositaire d'OPCVM⁸⁶³. En retour, l'OPCVM transfère la somme correspondante au paiement à l'émetteur, par l'intermédiaire du dépositaire central. Ici le dépositaire d'OPCVM a une position plus simplifiée, puisqu'il joue à la fois le rôle de dépositaire de titres au sens premier du terme, et le rôle de teneur de compte pour ces titres⁸⁶⁴. Autrement dit, il assure la détention des titres⁸⁶⁵, et dans le même temps, il se charge d'enregistrer le transfert de propriété qui vient d'être effectué et les titres qu'il a eu

⁸⁵⁸ Pour aller plus loin, voir ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

⁸⁵⁹ H. CAUSSE, *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993, §930 et suivants

⁸⁶⁰ « Sans préjudice de l'application de l'article 19 et 21, ne peuvent octroyer de crédits ou se porter garants pour le compte de tiers : ni la société d'investissement, ni la société de gestion ou le dépositaire, agissant pour le compte de fonds communs de placement ». Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 41 1.

⁸⁶¹ « Ne peuvent effectuer de ventes à découvert sur les valeurs mobilières : ni la société d'investissement, ni la société de gestion ou le dépositaire, agissant pour le compte de fonds communs de placement ». Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Article 42

⁸⁶² K. LÖBER, *Compensation et règlement-livraison en Europe : l'identification des problèmes juridiques au niveau européen*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 155

⁸⁶³ P. ESMEIN, *La Caisse centrale de dépôts et de virements des titres*, La Gazette du Palais, 1942, I, doctrine page 46

⁸⁶⁴ Voir *supra*

⁸⁶⁵ C. LAURENT-KARYOTIS, *Efficiency technique d'un système règlement-livraison de titres*, Paris XII, 2004, pages 167 et suivantes

réception⁸⁶⁶. Il s'agit d'un vrai teneur de compte conservateur, puisqu'il assure le suivi de comptes et conserve les actifs. Dans la terminologie SWIFT⁸⁶⁷, on dit que le dépositaire possède la double casquette de « agent » et de « custodian »⁸⁶⁸. Même si rien de l'y oblige, il peut donc être le seul dépositaire et le seul intermédiaire entre l'OPCVM et le dépositaire central, tant que ces deux derniers demeurent des acteurs de droit français⁸⁶⁹.

169. **Le mécanisme du dépôt en droit international.** Lorsque l'OPCVM veut faire l'acquisition de titres financiers étrangers, le schéma se trouve complexifié par l'intervention d'un cinquième acteur⁸⁷⁰. En effet, si les relations entre l'OPCVM détenteur et le dépositaire d'une part, et entre le dépositaire central et l'émetteur d'autre part⁸⁷¹, se trouvent inchangées⁸⁷², il est en outre beaucoup plus complexe pour le dépositaire d'OPCVM et le dépositaire central de procéder à l'échange⁸⁷³, notamment en ce que les règles locales n'autorisent pas toujours le dépositaire à adhérer au dépositaire central étranger⁸⁷⁴. Pour ce qui est de la simple commercialisation du titre, la loi applicable est par principe la loi applicable à l'émetteur

⁸⁶⁶ Nous retrouvons ici l'adaptation de la mission de garde du dépositaire à la particularité de l'environnement dans lequel il évolue.

⁸⁶⁷ Créée en 1973, SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) est une société privée dont l'objet est d'assurer le fonctionnement d'un réseau international de communication électronique entre acteurs des marchés. La plupart des banques et de plus en plus d'acteurs non bancaires sont adhérents à SWIFT. Il met à la disposition de ses participants un réseau propriétaire, sur lequel il garantit la rapidité, la sécurité, la confidentialité et l'inviolabilité des échanges. Les participants s'échangent des messages standardisés relatifs aux opérations financières: ordres d'achats et de ventes, confirmations d'exécution de transactions, instructions de règlement-livraison, ordres de paiement, etc. SWIFT fournit également la plate forme logicielle permettant d'émettre et de recevoir des messages sur le réseau, dénommée « Alliance ».

⁸⁶⁸ Le terme *custodian* est un terme anglo-saxon qui tire son origine du latin. En effet, la *custodia* signifie en latin *la garde, la conservation, la défense*, d'après la définition donnée par le dictionnaire Gaffiot, page 459

⁸⁶⁹ D. OGIEN, *Droit des marchés financiers*, troisième édition, Dunot, 2010, pages 225 et suivantes

⁸⁷⁰ G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 118

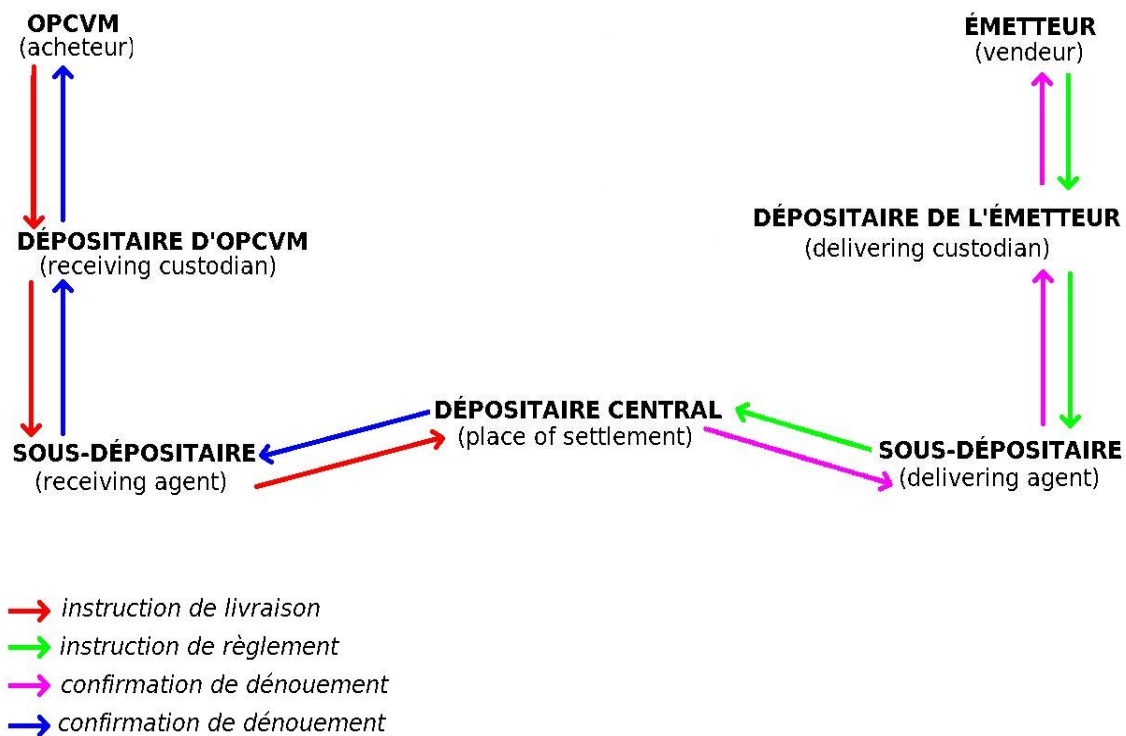
⁸⁷¹ F.-C. JEANTET, *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161

⁸⁷² P. ESMEIN, *La Caisse centrale de dépôts et de virements des titres*, La Gazette du Palais, 1942, I, doctrine page 46

⁸⁷³ ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

⁸⁷⁴ C. KARYOTIS, *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, RB édition, 2003, pages 57 et suivantes

du titre⁸⁷⁵. Par conséquent, le dépositaire a recours à un sous-dépositaire local, qui sert de deuxième intermédiaire à la transaction⁸⁷⁶. Ces sous-dépositaires sont assujettis au droit local concernant les titres⁸⁷⁷.



⁸⁷⁵ Voir en ce sens H. BATIFFOL, *Les conflits de lois en matière de contrats*, 1938, Paris, page 117: « Les valeurs mobilières ont un lien étroit et nécessaire avec l'établissement émetteur qui pourrait faire poser la question de l'application de la loi de cet établissement aux contrats les ayant pour objet. Mais nous verrons par la suite que d'autres facteurs plus puissants, notamment la loi de la bourse où les valeurs se négocient, ont concurrencé victorieusement la loi de l'établissement émetteur et que celle-ci, quand elle est appliquée, l'est à titre de loi du contrat de société ou du contrat de prêt, ou pour les formalités d'opposabilité de la cession aux tiers ».

⁸⁷⁶ Voir une illustration par un exemple dans l'article de M. KARLIN, *Responsabilité des teneurs de compte conservateurs*, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, mars-avril 2010, n° 2, page 29: « Considérons un exemple simple: un titulaire de titres émis sur le fondement du droit étranger ouvre un compte titres dans une banque régionale française. Cette banque ouvre à son tour un compte dans une plus grande banque française. Cette plus grande banque n'étant pas en relation avec la personne morale émettrice ou le dépositaire central étranger concerné ouvre à son tour un compte chez un sous-conservateur spécialisé dans la sous-conservation de titres. Ce sous-conservateur pourra à son tour en choisir un autre qui sera également spécialisé, mais dans une région du monde spécifique. [...] Ainsi se créent des chaînes de conservation ».

⁸⁷⁷ Il est en outre à remarquer qu'il sont également assujettis à leur propre droit en matière de faillite, droit qui n'est pas toujours équivalent au droit français.

170. **La distinction entre *dépositaire* et *custodian*.** Dans pareille situation, on observe donc une dichotomie entre le dépositaire de titres à proprement parler (sous-dépositaire ou sous-conservateur⁸⁷⁸, qui ne fait que recevoir les actifs dans ses comptes) et le teneur de compte conservateur (dépositaire initial, qui transmet les instructions de règlement-livraison)⁸⁷⁹. Si le premier conserve le terme de « agent », c'est au second que revient l'appellation de « *custodian* »⁸⁸⁰. Ainsi dans la pratique, chaque « *custodian* » ou « *global custodian* »⁸⁸¹ s'appuie sur un réseau de dépositaire locaux « agents » ou « sub-custodians », pour avoir accès à chaque dépositaire central⁸⁸².

⁸⁷⁸ Voir *infra*

⁸⁷⁹ Nous sommes ici dans la dernière phase de la transaction : en effet, la négociation et la conclusion de la transaction ont déjà eu lieu, la seule opération est le transfert des actifs. À ce stade, on ne parle plus d'ordres mais d'« instructions de règlement-livraison » : chacune des deux parties (l'OPCVM et la société émettrice) transmet à son dépositaire une instruction de règlement-livraison sous forme d'un message SWIFT, identifié par un code « MT » suivi d'un numéro à trois chiffres caractérisant le message en question. À titre d'exemple, tous les messages liés à des transactions sur titres ont un numéro commençant par le chiffre cinq. Par exemple, si le vendeur (Seller) transmet une instruction de livrer les titres à son *custodian*, celle-ci sera notée MT542 si c'est une livraison en franco (livraison de titres sans espèces), ou MT543 si c'est une livraison contre paiement. De même, l'instruction que transmettra l'acheteur (Buyer) à son *custodian* de recevoir des titres sera notée MT540 si c'est une réception en franco ou MT541 si c'est un réception contre paiement.

⁸⁸⁰ A. DUVIVIER, F. HERVO, *La chaîne de traitement des opérations sur titres en Europe*, Bull. mensuel de la Banque de France, n°99, mars 2002, page 41

⁸⁸¹ A. COURET, *ADR, EDR, nominees, trustees, partnerships, global custodians, etc* », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire*, Revue des Sociétés, 1999, page 555

⁸⁸² Chaque instruction contient une référence client, c'est-à-dire un code unique qui permettra au dépositaire d'identifier la confirmation du dénouement qu'il retournera, le numéro de compte sur lequel le client souhaite que le dépositaire enregistre l'opération, les caractéristiques de l'opération que l'on nomme « critères d'appariement » du règlement-livraison (identification du titre, quantité de titres, montant, date de négociation, date théorique de dénouement). Voir G. HELIE, *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993, page 126. La convention d'UNIDROIT dispose que : « « convention de contrôle » désigne une convention relative à des titres intermédiés entre un titulaire de compte pertinent et une autre personne, ou lorsque le droit non conventionnel le prévoit, entre un titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent, ou entre un titulaire de compte et une autre personne et dont l'intermédiaire pertinent reçoit notification, qui contient l'une ou l'autre des dispositions suivantes, ou les deux : i) l'intermédiaire pertinent n'est pas autorisé, sans le consentement de cette autre personne, à se conformer aux instructions du titulaire de compte concernant les titres intermédiés visés par la convention ; ii) l'intermédiaire pertinent est tenu, sans nouveau consentement du titulaire du compte, de se conformer aux instructions de cette autre personne concernant les titres intermédiés visés par la convention dans les circonstances et sur les matières prévues par la convention ; », Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 1 k). L'accent est mis sur la nécessité de cette identification, qui vise la désignation, dans un compte de titres, de titres intermédiés en faveur d'une personne autre que le titulaire de compte, désignation qui, conformément à la convention de compte, à une convention de contrôle aux règles uniformes d'un système de règlement-livraison ou au droit non conventionnel peut avoir deux effets (alternatifs ou cumulables). D'une part, l'intermédiaire pertinent n'est pas autorisé, sans le consentement de cette personne, à se conformer aux instructions du titulaire de compte concernant les titres intermédiés identifiés. D'autre part, l'intermédiaire pertinent est tenu, sans nouveau

Le terme de teneur de compte conservateur identifie les différentes missions que l'intermédiaire est en mesure d'assurer. Mais suivant les situations, il peut être seulement teneur de compte, seulement conservateur, ou les deux à la fois.

171. **Une instruction détaillée.** Chaque instruction doit contenir une description détaillée et nominative du circuit de livraison, c'est-à-dire de la chaîne d'intermédiaires utilisés par la contrepartie⁸⁸³. Une instruction de l'OPCVM à son dépositaire vient préciser qui est l'émetteur de titre, qui est le dépositaire de cet émetteur, et s'il existe des sous-dépositaires éventuels⁸⁸⁴. Il est important de noter que ce n'est en aucun cas le circuit propre du communiquant, mais bien celui de son cocontractant qui doit être informé, et ce pour une raison évidente : le message est adressé à son dépositaire, qui connaît pertinemment les intermédiaires de l'OPCVM pour le compte duquel il détient des actifs. En revanche, ce dépositaire ignore tout des intermédiaires et du destinataire final de la transaction, il doit donc nécessairement en être informé. Nous retrouvons ici une notion clef en matière de dépôt de titres financiers : l'impératif d'une information la plus complète possible⁸⁸⁵. Qu'il s'agisse comme ici de faciliter le bon déroulement des transactions, ou d'une exigence de transparence accrue⁸⁸⁶, ce devoir

consentement du titulaire de compte, à se conformer aux instructions de cette personne concernant les titres intermédiés identifiés dans les circonstances et sur les matières prévues par la convention de compte, une convention de contrôle ou les règles uniformes d'un système de règlement-livraison : Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Genève, Article 1 l)

⁸⁸³ A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 13

⁸⁸⁴ Voir en ce sens T. BONNEAU et F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Economica, troisième édition, 2010

⁸⁸⁵ Voir en ce sens M. QUERE, A. GAUVIN, *Information financière et Internet*, Dalloz Affaires, 1990, page 101

⁸⁸⁶ Commission des Opérations de Bourse, *Les modes de détention des valeurs mobilières étrangères par le public aux États-Unis*, Bull. COB, juillet-août 1993, n°271, Supplément « études » n°73, page 83. Cette obligation de transparence est toute relative, car remise en cause par l'existence de Dark Pools, voir B. BREHIER, P. GUERIN, *Éclairage, Un peu de lumière sur les Dark Pools*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2009, page 456 ; M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49 ; A. TENENBAUM, *Réflexions sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Revue des Sociétés, 2004, page 835

d'information est une constante dans toutes les composantes du dépôt⁸⁸⁷, et par conséquent du règlement-livraison⁸⁸⁸.

172. **Le dénouement de la transaction.** Pour pouvoir dénouer la transaction, c'est-à-dire achever le processus du règlement-livraison, chaque dépositaire doit effectuer ses propres contrôles de provision⁸⁸⁹. D'un côté de la transaction, le dépositaire vérifie qu'il possède bien les titres à vendre, de l'autre côté, le dépositaire vérifie qu'il possède les fonds suffisants pour payer le prix de vente. Si ces contrôles sont concluants, les titres et les espèces sont transférés et échangés entre les deux agents. Si les provisions titres et/ou cash ne sont pas présentes, les instructions restent en suspens (« pending ») jusqu'à ce que le dénouement soit possible⁸⁹⁰. Si les provisions titres et cash sont présentes, le dépositaire central peut alors confirmer à chaque agent le dénouement⁸⁹¹. Chacun à son tour confirme à son client custodian, qui ensuite confirme au client final⁸⁹². L'opération est dénouée (« settled »).

173. **Les contrôles effectués par le dépositaire.** À réception, l'intermédiaire, global ou local custodian, effectue des contrôles de fond sur le message reçu. Le titre existe-t-il ? Le mode d'expression de la quantité est-il cohérent avec la nature du titre ? Les numéros de comptes indiqués existent-ils ? Appartiennent-ils bien au client émetteur du message ? Les intermédiaires cités existent-ils ? A cette étape de la transaction apparaît notamment le contrôle de cut-off, qui consiste à vérifier que l'heure de réception de l'instruction est compatible avec la date théorique de dénouement

⁸⁸⁷ Voir *supra*

⁸⁸⁸ G. ANDRIA, *Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne*, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002

⁸⁸⁹ Il s'agit ici de contrôles de provisions qui présentent un aspect technique avancé. Nous choisissons de ne pas détailler le contenu de ces contrôles.

⁸⁹⁰ T. CHOINEL, *Le marché financier : structures et acteurs*, huitième édition, Revue Banque édition, 2002, page 5

⁸⁹¹ F.-C. JEANTET, *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161

⁸⁹² A. COURET, *ADR, EDR, nomines, trustees, partnerships, global custodians, etc* », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire*, Revue des Sociétés, 1999, page 555

souhaitée⁸⁹³. En effet, l'intermédiaire est tributaire de ses propres intermédiaires et *in fine* des contraintes de fonctionnement de la place de dénouement. Il ne peut donc s'engager à dénouer à la date souhaitée que si son client lui transmet son instruction dans les délais raisonnables⁸⁹⁴.

174. **Conclusion du Chapitre préliminaire.** Le mécanisme de règlement livraison méritait d'être présenté, car il constitue le lien primaire dans la relation professionnelle qui unit l'OPCVM et le dépositaire de titres⁸⁹⁵. De part la spécificité de son fonctionnement, le règlement-livraison nécessite le recours à un dépôt de titres auprès du dépositaire⁸⁹⁶. C'est cette exigence qui lui donne son caractère volontaire, dans le sens où elle est issue de la volonté des parties. En définitive et comme il sera expliqué plus avant, le dépôt de titres est une nécessité de cette activité de règlement-livraison, ayant pour fonction d'en faciliter la pratique et d'en améliorer la sécurité⁸⁹⁷.

Mais devant un système si complexe, si technique, que reste-t-il du droit commun ? La seule présentation du règlement-livraison, loin d'établir un lien évident avec ce type de dépôt, aurait plutôt tendance à brouiller le peu de références juridiques applicables en la matière, et à l'éloigner un peu plus de la base civiliste historique. Inutile de s'égarer davantage dans une extrême précision de la technique financière : la raison d'être du dépôt dans son contexte est suffisamment établie. En outre, parmi les acteurs du règlement-livraison, deux sont également les parties historiques du dépôt de droit

⁸⁹³ En effet, il faut rappeler que les titres financiers sont des titres immatériels. Le transfert de propriété ne s'effectue pas par tradition, mais par inscription en compte. Si le moment de cette inscription peut être facilement déterminé lorsque la transaction ne requiert qu'un vendeur et un acheteur, l'intervention de multiples intermédiaires rend la détermination du moment du transfert beaucoup plus aléatoire.

⁸⁹⁴ Les cut-offs par place de dénouement font partie du « SLA » (Service Level Agreement) des dépositaires.

⁸⁹⁵ T. CHOINEL, *Le marché financier : structures et acteurs*, huitième édition, Revue Banque édition, 2002, pages 42 et suivantes

⁸⁹⁶ G. ANDRIA, *Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne*, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002

⁸⁹⁷ Voir P. FLEURIOT, *La gestion de l'épargne collective exige transparence et sécurité*, La synthèse financière, 15 au 20 mars 1993

commun : le déposant et le dépositaire. C'est à travers leur étude qu'il faut désormais continuer la comparaison du dépôt de titres financiers et du droit commun.

Chapitre I. Le déposant

175. **Introduction.** Le déposant n'est certainement pas l'acteur du dépôt (de droit commun ou de titres financiers) dont le régime applicable est le plus controversé. Il n'en demeure pas moins un protagoniste indispensable. Comme il a pu être présenté précédemment, le dépôt est par nature un contrat entre amis⁸⁹⁸. Mais au fil de l'évolution, ce contrat s'est adapté au monde des affaires⁸⁹⁹ pour devenir un contrat à titre onéreux, assuré par des professionnels dans un cadre bien défini. D'un déposant-ami, il s'est lentement transformé en un déposant-société dans le monde des affaires.

La réalité de ce nouveau déposant est certes plus complexe, mais en définitive assez peu problématique, car même en droit commun, le déposant, bien que personnage central, est relativement peu actif dans le mécanisme du dépôt. Il se contente de choisir le dépositaire, et de lui confier l'objet du dépôt. Dès lors, le déposant de titres financiers est-il aussi transparent que celui de droit commun ? A nouveau, répondre à cette question requiert d'étudier cet acteur dans le contexte qui lui est propre, car c'est son interaction avec les autres parties au dépôt qui qualifie l'importance de son rôle et son influence sur la problématique qui est la notre.

176. **Plan.** Analyser l'OPCVM comme partie au dépôt de titres financiers requiert une présentation complète de son activité (§1). Mais bien qu'il puisse être SICAV ou FCP (§2), et que par nature c'est un outil assez complexe de gestion

⁸⁹⁸ D'où une présomption de contrat à titre gratuit, comme le rappelle l'article 1917 du Code civil.

⁸⁹⁹ T. BONNEAU, *Aspects actuels du droit des affaires*, in *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, page 133

d'actifs (§3), nous pourrions nous demander s'il n'est pas en définitif un déposant de droit commun assez ordinaire (§4).

§1. La présentation générale de l'OPCVM

177. **Une définition générale.** Le terme d'OPCVM désigne un Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières. Cette entité gère un portefeuille dont les fonds sont investis en titres financiers⁹⁰⁰, en d'autres termes c'est un véhicule qui investit sur le marché boursier une épargne collectée auprès de leurs porteurs de parts⁹⁰¹. L'intérêt du recours à un tel outil, dit de gestion collective, est que cette délégation permet aux souscripteurs de mutualiser leur épargne, pour accéder à une expertise dans la gestion des titres en portefeuille, et à la diversification de leurs investissements sur les marchés financiers⁹⁰². Les parts des FCP et les actions des SICAV sont disponibles auprès de multiples réseaux de distribution⁹⁰³. Il s'agit principalement des banques, des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des compagnies d'assurance, des courtiers en ligne, et des conseillers en investissements financiers⁹⁰⁴. En pratique, ce sont ces intermédiaires qui proposent à leurs clients d'investir dans ce type de produit. Bien que l'AMF soumette cet investissement à des règles strictes en matière d'information, il apparaît que souvent les clients ne sont pas conscients du risque encouru⁹⁰⁵. Ce mode d'investissement possède cependant l'avantage d'être très peu contraignant pour l'investisseur⁹⁰⁶, et d'offrir la qualité d'une gestion assurée par un

⁹⁰⁰ Voir Ière Partie

⁹⁰¹ Cette notion d'épargne est inhérente au véhicule des valeurs mobilières. Voir J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §7, page 3

⁹⁰² J. MORVAN, *Marchés et instruments financiers*, deuxième édition, Dunod, 2014, page 123

⁹⁰³ Y. CHARTIER, *Les fonds communs de placement*, La Semaine Juridique, édition générale, 1980, II, page 3001

⁹⁰⁴ R. ROBLOT, *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, deuxième édition par M. GERMAIN, ANSA, 1995, page 3

⁹⁰⁵ G. ROUSSEY, *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009, page 17

⁹⁰⁶ M.-A. BORISSOVA, *L'investisseur face aux réseaux de distribution d'OPCVM*, Strasbourg, 2011, page

professionnel⁹⁰⁷. Il permet en outre de diversifier facilement un portefeuille⁹⁰⁸ et de limiter les risques en potentialisant les gains⁹⁰⁹, ce qui amène souvent les intermédiaires financiers à les qualifier d'« investissements de bons pères de famille »⁹¹⁰.

La directive OPCVM de 1985 retenait deux critères principaux. Tout d'abord, l'objet exclusif de l'OPCVM est le placement collectif en valeurs mobilières des capitaux recueillis auprès du public, et dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques⁹¹¹. D'autre part, les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, sur les actifs de ces organismes. Est assimilé à de tels rachats ou remboursements le fait pour un OPCVM d'agir afin que la valeur de ses parts en bourse ne s'écarte par sensiblement de leur valeur d'inventaire nette^{912 913}.

178. **Une nuance sémantique.** Il n'a pas échappé au lecteur averti que la notion d'OPCVM, déjà floue dans ses contours, n'est guère plus claire quant à sa consistance. En effet, le terme « organisme de placement collectif en valeurs mobilières »

158

⁹⁰⁷ G. ENDREO, P. CLERMONTTEL, *Placement privé et appel public à l'épargne*, Revue Trimestrielle de Droit Bancaire et Bourse, 1992, n°14, page 96

⁹⁰⁸ R. ALOMAR, *Financement du développement de l'entreprise*, PUF, 1981, pages 212 et suivantes

⁹⁰⁹ Voir par exemple J.-P. SENN, *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, LGDJ, 1958, §2, page 2 : « Il n'est pas besoin d'une grande sagesse pour comprendre l'utilité de ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier. Une fortune est d'autant moins vulnérable qu'elle est judicieusement répartie en des placements divers. De nombreux épargnants ont dû se rendre à cette évidence à la suite d'expériences malheureuses ; il suffit de penser, par exemple, au triste sort des propriétaires d'immeubles de location depuis 1914. L'importance d'une division des risques se révèle particulièrement dans la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières ».

⁹¹⁰ R. SIEBEL, *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27

⁹¹¹ Le principe de la répartition des risques demeure l'élément essentiel de tout investissement sur un marché financier, et ce quel que soit le type d'investissement visé. Voir en ce sens J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9

⁹¹² Article premier, Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

⁹¹³ La valeur d'inventaire net correspond au prix à un moment donné (hors frais) de l'organisme de placement collectif. Elle est égale à l'actif net d'une SICAV ou d'un fonds, divisé par le nombre de parts ou d'actions en circulation. Elle fluctue en fonction de la valorisation des actifs détenus et non par rapport à l'offre et à la demande d'actions ou de parts.

peut porter à confusion, puisqu'il a été précisé qu'il a pour objet des titres financiers : l'intitulé et la substance présentent un certain décalage. Cependant, le nouvel article L.211-2 du Code de commerce énonce l'appartenance des valeurs mobilières à la catégorie des titres financiers. Depuis 2009, l'intégration d'une catégorie dans une autre a été bien acceptée par la pratique⁹¹⁴. L'absorption des valeurs mobilières dans les titres financiers est justifiée par le fait que les valeurs mobilières sont des titres financiers qui confèrent des droits identiques par catégorie, c'est-à-dire une sorte de titres financiers particulière⁹¹⁵.

Une telle formulation aurait pu faire croire à une désuétude de l'expression « organisme de placement collectif en valeurs mobilières ». En réalité il n'en est rien, puisque le Projet de réforme du droit des instruments financiers énonce que malgré cette modification, il convient de conserver en l'état l'expression « organisme de placement collectif en valeurs mobilières », en raison du label européen auquel il renvoie, comme du nombre d'occurrences de cette expression dans les textes législatifs et réglementaires⁹¹⁶. Cette précision est des plus ambivalentes : si elle a le mérite de ne pas reforcer entièrement le droit des instruments financiers en en changeant tout son vocabulaire, elle crée cependant un fossé sémantique entre un instrument financier et l'organisme qui en a la charge. En pratique, il s'agit donc bien d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières, qui ne traite pas uniquement de valeurs mobilières, mais de titres financiers dans leur ensemble⁹¹⁷.

179. **L'initiateur du dépôt.** L'OPCVM demeure un personnage clef dans le mécanisme du dépôt, pour une raison simple : il est à l'initiative de ce dépôt. De ce fait, il est le seul acteur du dépôt qui ne peut pas être remplacé⁹¹⁸. L'OPCVM reste en

⁹¹⁴ Ordonnance 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers, Section 2, Sous-Section 1 Conditions d'émission

⁹¹⁵ Voir Ière Partie

⁹¹⁶ Projet de réforme du droit des instruments financiers, 9 juillet 2008, 3), ii)

⁹¹⁷ C. KREMER, I. LEBBE, *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, troisième édition, Larcier, Bruxelles, 2014

⁹¹⁸ Le dépositaire et, soit la banque promoteur, soit la société de gestion, sont conjointement à l'origine de la création de l'OPCVM (D. OGIEN, *Droit des marchés financiers*, troisième édition, Dunot, 2010, pages 234 et suivantes). Les relations qu'entretiennent les trois acteurs méritent de faire l'objet de

toutes circonstances le personnage clef, à la fois dans la relation du dépôt, mais également dans le processus de règlement livraison. Tout remplacement de la société de gestion ou du dépositaire, ainsi que toute modification du règlement du fonds ou des documents constitutifs de la société d'investissement, sont subordonnés à l'approbation des autorités compétentes⁹¹⁹. Cette exigence peut être justifiée par le fort *intuitus personæ*, inhérente à la qualité de dépositaire et de la société de gestion⁹²⁰. Comme lors de la sélection de ces professionnels, leur remplacement nécessite l'approbation du déposant, c'est-à-dire en l'espèce l'OPCVM⁹²¹. En outre, l'établissement qui quitte ses fonctions de dépositaire a l'obligation de transmettre au nouvel établissement un certain nombre d'informations nécessaire à la connaissance essentielle de l'OPCVM⁹²².

180. **Le prospectus.** L'OPCVM est par nature un organisme mouvant, soumis à de constantes variations au cours de son existence. Pour informer tout nouvel

précisions par écrit dès la naissance de cet OPCVM. De ce fait, l'AMF précise que la convention établie entre l'OPCVM et son dépositaire doit contenir certains points (Article 323-11 du Règlement général de l'AMF). Outre l'identité des parties, elle doit contenir impérativement la liste des services fournis, la tarification, la durée de validité de la convention, mais aussi préciser l'étendue de l'obligation de confidentialité. Lorsque le dépositaire n'assume pas la compensation par lui-même des contrats financiers (c'est-à-dire lorsque c'est un sous-dépositaire qui assure la compensation), il doit préciser quel organisme en assure la charge et selon quelles modalités de transmission d'instruction des ordres. Cette convention contient un rappel évident des règles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, éventuellement une autorisation expresse de l'utilisation pour compte propre des actifs par le dépositaire, et le détail de toutes les modalités d'information et de transmission. En matière de secret professionnel, la loi MAF, complétée par la loi de 1999, vient préciser en son article 70-1 que toute personne qui participe ou a participé au contrôle des sociétés ayant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers est tenue au secret professionnel sous les peines prévues à l'article 226-13 du Code pénal. Ce secret n'est pas opposable à l'autorité judiciaire agissant dans le cadre soit d'une procédure de liquidation judiciaire soit d'une procédure de liquidation judiciaire ouverte à l'égard d'une société ayant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers, soit d'une procédure pénale (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 70-1).

⁹¹⁹ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 44

⁹²⁰ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1049

⁹²¹ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, §301, page 131

⁹²² C'est l'article 323-12 du Règlement Général de l'AMF qui précise les modalités de ce transfert d'informations : « Au jour de la prise d'effet de la résiliation ou à l'échéance de la convention mentionnée à l'article 323-11, l'ancien dépositaire transfère au nouveau dépositaire l'ensemble des éléments et l'information relatifs à la conservation des actifs. L'ancien dépositaire fournit à la société de gestion de portefeuille, ainsi qu'au nouveau dépositaire, l'inventaire mentionné à l'article 323-10 ».

actionnaire de ses caractéristiques⁹²³, un prospectus doit être communiqué par l'OPCVM, donnant des informations tant sur le mode de fonctionnement de l'OPCVM, les caractéristiques des produits investis ou les stratégies envisagées, que sur l'identité du dépositaire d'OPCVM⁹²⁴. Le prospectus simplifié a été remplacé⁹²⁵ par un document d'information clef pour l'investisseur (DICI)⁹²⁶ : il comprend les informations relatives aux caractéristiques principales de l'OPCVM, notamment la valeur liquidative⁹²⁷, pour permettre aux investisseurs de connaître l'OPCVM préalablement à la souscription, selon les modalités du règlement européen n° 583/2010/UE du 1er juillet 2010. Cependant la non-remise de ce prospectus n'est pas à l'origine d'un manquement à l'obligation d'information et de mise en garde si l'investisseur a eu connaissance de son contenu par d'autres moyens⁹²⁸, ou si l'investisseur est présumé avoir connaissance des risques pris⁹²⁹, de sorte qu'il aurait pris ce risque même en ayant reçu le prospectus⁹³⁰.

§2. Les SICAV et les FCP

181. **Des OPCVM de nature diverse.** Dès les prémices d'une réglementation des OPCVM en 1985, la directive a retenue l'existence de différentes

⁹²³ L. AYNES, *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 593

⁹²⁴ Voir *infra*

⁹²⁵ Article L214-23 du Code monétaire et financier

⁹²⁶ Ce document est souvent désigné par sa traduction anglaise : Key Investor Information Document (KIID).

⁹²⁷ Au cours de sa vie, l'OPCVM va voir son capital varier suivant les achats ou ventes des investisseurs. Ces achats et ventes se font à partir d'un prix unique nommé la « valeur liquidative » de l'OPCVM, calculée en divisant la valeur globale de l'actif net de l'OPCVM par le nombre d'actions ou de parts le constituant. Cette valeur liquidative doit faire l'objet d'une publication par une société de gestion, et doit être contrôlée par le dépositaire d'OPCVM.

⁹²⁸ F. ROSENFELD, R. HANNOSET, R. SABATIER, *Analyse financière et gestion des valeurs mobilières, I. Analyse des actions des sociétés*, deuxième édition, Dunod, Paris, 1992, page 7

⁹²⁹ J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9

⁹³⁰ Voir en ce sens I. RIASSETTO, *Défaut de remise du prospectus d'un OPCVM*, Revue de Droit bancaire et financier, mai 2013, n°3, page 110

formes d'OPCVM. Ils peuvent, en vertu de la loi, revêtir la forme contractuelle (fonds communs de placement gérés par une société de gestion) ou de trust (unit trust) ou la forme statutaire (société d'investissement)⁹³¹. Le terme « fonds commun de placement » vise également le unit trust⁹³². Le terme d'OPCVM regroupe donc en réalité deux types de produits : les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable), et les FCP (Fonds Communs de Placement), qui poursuivent le même objectif⁹³³. Comme le précise l'AMF, « Les SICAV et FCP opèrent de façon identique mais leur nature juridique diffère »⁹³⁴. Il s'agit maintenant de préciser ces différences.

182. **La Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV).** La société d'investissement à capital est un concept anglo-saxon⁹³⁵. Si les premières sociétés créées en France vers 1945 sont à capital fixe, il faut attendre 1964 pour voir apparaître les premières sociétés à capital variable⁹³⁶. La SICAV est une société anonyme⁹³⁷ dont l'objet est la gestion d'un portefeuille d'actifs financiers, et ayant le statut d'établissement de crédit⁹³⁸. Comme son nom l'indique, son capital est variable, ce qui signifie que l'achat d'actions de cette société augmente le capital de la SICAV et donc ses possibilités d'acheter de nouveaux actifs⁹³⁹, puisqu'elle émet des actions au fur et à mesure des demandes de souscription. La SICAV est constituée à l'initiative d'une banque nommée « promoteur » et d'une banque dépositaire, pour détenir un portefeuille de valeurs

⁹³¹ M. BOEGLIN, *La nouvelle réglementation des OPCVM*, Revue Banque, 1990, page 403

⁹³² Article premier, Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

⁹³³ Y. CHARTIER, *Les fonds communs de placement*, La Semaine Juridique, édition générale, 1980, II, page 3001

⁹³⁴ Documentation de l'Autorité des Marchés Financiers, (octobre 2009), L'investissement en SICAV et FCP (OPCVM), page 5

⁹³⁵ J.-C. FAFFA, *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine*, Cujas, Paris, 1963, pages 15 et suivantes

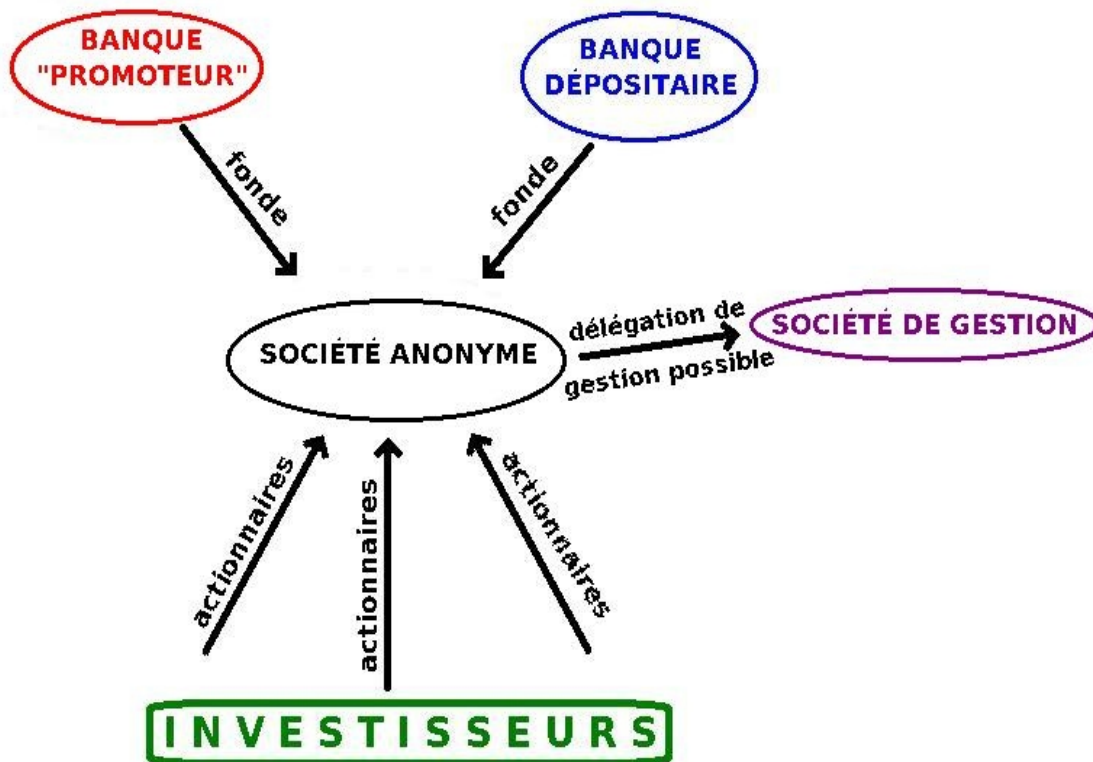
⁹³⁶ G. GALLAIS-HAMONNO, *Sicav et fonds communs de placement, les OPCVM en France*, deuxième édition, Que sais-je ?, PUF, 1995, page 6

⁹³⁷ Ce qui implique nécessairement l'existence d'un actionnariat, voir D. GIBRILA, *Droit des sociétés*, Ellipses, 2012, pages 307 et suivantes

⁹³⁸ M. SION, *Gérer la trésorerie et la relation bancaire*, sixième édition, Dunod, 2015, page 157

⁹³⁹ G. ROUSSEY, *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009, page 13

mobilières⁹⁴⁰. Elle possède la personnalité morale et dispose d'un conseil d'administration. Les investisseurs souhaitant participer à cet OPCVM achètent des actions de cette SICAV et deviennent ainsi actionnaires⁹⁴¹. Ils obtiennent par conséquent un droit de vote en assemblée générale⁹⁴².



183. **Une société à part entière.** La SICAV étant une société en tant que telle, elle peut par elle-même assurer la gestion de son portefeuille⁹⁴³. Cependant, il arrive fréquemment que la SICAV délègue la gestion du portefeuille à une société de gestion,

⁹⁴⁰ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, pages 115 et suivantes

⁹⁴¹ P.-H. LEROY, *De l'intérêt du droit de vote pour les gestionnaires de fonds*, in *La gestion pour compte de tiers*, Banque et Stratégie, n°133, décembre 1996, page 32 ; F. TIXIER, *Gestion pour compte de tiers*, Banque et Stratégie, décembre 1996, n°133

⁹⁴² L. AYNES, *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 593

⁹⁴³ P. BEZARD, *Le nouveau régime juridique des SICAV*, Petites Affiches, 10 janvier 1990, page 4

plus à même de prendre les décisions adéquates. Si la SICAV ne recourt pas à une société de gestion, les règles de gestion lui seront applicables directement. Il est à noter ici que la banque promoteur ne joue de rôle particulier que dans la constitution de la SICAV, qui ensuite mène une existence en toute indépendance et met en place des règlements qui lui sont propres. Par conséquent, n'est prévue aucune responsabilité de la banque promoteur en cas d'éventuelles violations ultérieures de ces règlements, de la réglementation en générale, ou autre. Seule la SICAV, dotée de la personnalité morale et ainsi apte à répondre de ses décisions⁹⁴⁴, verra sa responsabilité engagée par de telles violations.

À côté des SICAV existe une autre forme d'OPCVM dont la fonction est la même, mais dont la nature est quelque peu différente : il s'agit des Fonds Communs de Placement.

184. **Les Fonds Communs de Placement (FCP).** À l'inverse de la SICAV, le Fonds Commun de Placement n'est pas une société mais une copropriété de titres financiers qui émet des parts⁹⁴⁵, il est donc dépourvu de personnalité morale. Par conséquent, il doit être géré par une société de gestion⁹⁴⁶. Il est souvent de taille plus modeste qu'une SICAV⁹⁴⁷. Le porteur de parts n'étant pas actionnaire mais simple copropriétaire⁹⁴⁸, il ne dispose d'aucun droit conféré à un actionnaire⁹⁴⁹, et demeure simple créancier⁹⁵⁰. Mais en réalité, cette différence est imperceptible pour l'investisseur,

⁹⁴⁴ P. BEZARD, *Le nouveau régime juridique des SICAV*, Petites Affiches, 10 janvier 1990, page 4

⁹⁴⁵ T. BONNEAU, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1991, page 20, §36

⁹⁴⁶ G. ROUSSEY, *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009, page 14

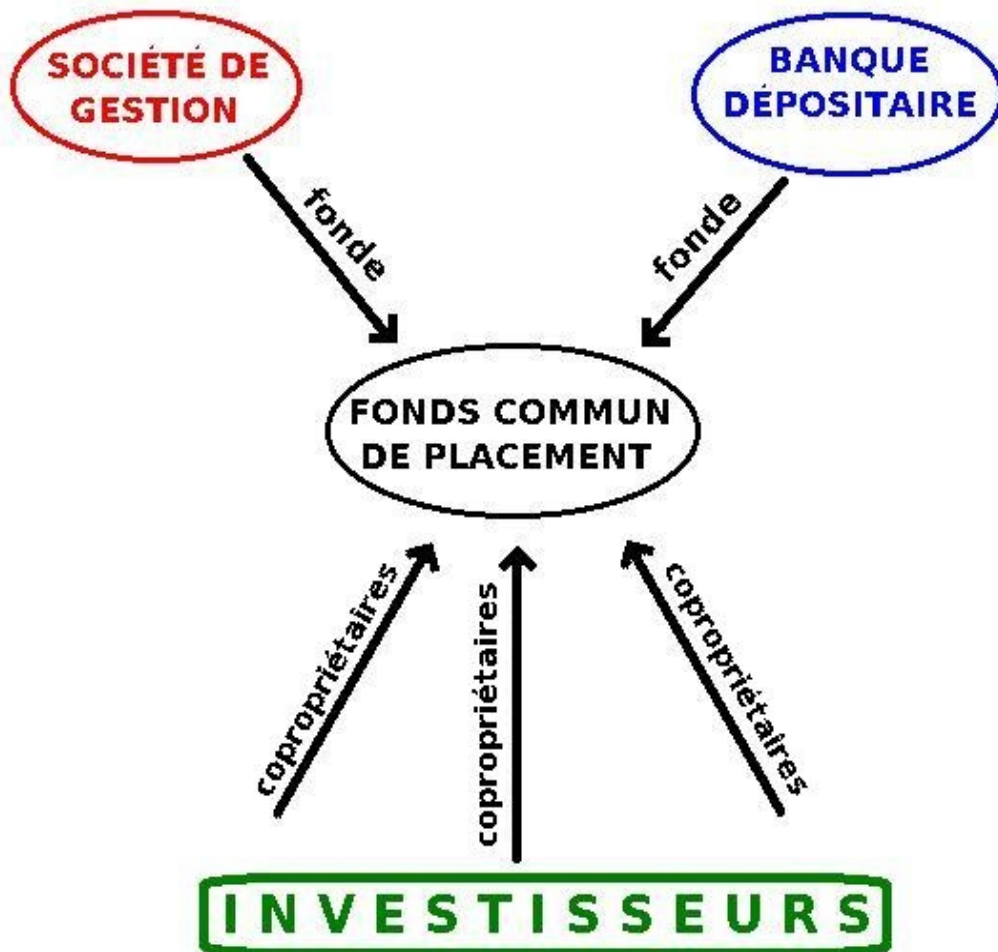
⁹⁴⁷ M. SION, *Gérer la trésorerie et la relation bancaire*, sixième édition, Dunod, 2015, page 157

⁹⁴⁸ T. BONNEAU, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1991, page 20, §36 : « Les souscripteurs sont les copropriétaires des actifs composant les fonds communs de placement. Certes, ils ne peuvent pas exercer sur ceux-ci tous les attributs du droit de propriété, mais ce n'est pas un obstacle à la reconnaissance de leur statut de propriétaire ».

⁹⁴⁹ Voir en ce sens D.-R. MARTIN, *Valeurs mobilières : défense d'une théorie*, Recueil Dalloz, 2001, page 1228 : « Simple « copropriété », ce fonds constitue notionnellement – sinon fonctionnellement – une pure indivision dont les parts qu'il émet ne sont que l'appellation « innovante » des quotes-parts qu'on y prend ». Voir également T. BONNEAU, *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1991, page 20, §36

⁹⁵⁰ Voir J. HAMEL, G. LAGARDE, A. JAUFFRET, *Droit commercial, Tome 1, Volume 2, Sociétés, Groupements d'intérêt économique, entreprises publiques*, deuxième édition, Dalloz, 1980, page 269 :

car en matière de SICAV, le nombre de parts détenues par un investisseur est toujours insuffisant pour influencer sur la gestion de la SICAV⁹⁵¹.



« Juridiquement, l'obligataire se distingue de l'actionnaire en ce qu'il est un créancier et non un associé, en ce que son droit à l'intérêt annuel et au remboursement du capital est inconditionnel ».

⁹⁵¹ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, pages 153 et suivantes

Par conséquent, dans les deux cas, l'investisseur n'a pas de part active dans la gestion de l'OPCVM^{952 953}. N'étant pas soumis à la réglementation contraignante des SICAV (par exemple les FCP n'ont pas l'obligation de publier leurs résultats)⁹⁵⁴, les FCP peuvent engager des stratégies de gestion plus risquées que celles employées par les gérants des SICAV⁹⁵⁵. Dans le cadre du FCP le recours à une société de gestion est obligatoire⁹⁵⁶, car le FCP ne peut assurer seul la gestion du portefeuille. La société de gestion possède ici la double casquette : elle est à la fois à l'origine de la création du FCP, et assure la gestion de son portefeuille⁹⁵⁷. Elle est à la fois promoteur et gestionnaire⁹⁵⁸.

185. **La responsabilité des acteurs de FCP.** Jusqu'en 2011, du fait de la création conjointe par la société de gestion et par le dépositaire du fonds commun de placement, ces deux acteurs de la vie du fonds étaient à l'origine de l'élaboration du règlement du fonds⁹⁵⁹. Il en découlait une responsabilité solidaire des deux organes⁹⁶⁰, dont le champ d'application était précisé par l'article L. 214-28 du Code monétaire et financier⁹⁶¹. Il fallait ainsi considérer que le traitement de la responsabilité et l'éventualité

⁹⁵² G. ROUSSEY, *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009, page 14

⁹⁵³ Il faut cependant noter qu'il n'est pas un simple créancier de la société ou du fonds. Voir E. PUTMAN, *Droit des affaires, Tome 4 Moyens de paiement et de crédit*, PUF, 1995, pages 37-38 ; D. HOUTCIEFF, *Droit commercial, Actes de commerce, Commerçants, Fonds de commerce, Instruments de paiement et de crédit*, deuxième édition, Sirey Université, 2008, page 4 ; M. JEANTIN, *Droit commercial Instruments de paiement et de crédit Entreprises en difficulté*, Précis Dalloz, 1988 ; F. PEROCHON, R. BONHOMME, *Entreprise en difficulté. Instruments de crédit et de paiement*, neuvième édition, LGDJ Manuel, 2012 ; J.-P. BERTREL, *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, deuxième édition, Litec, 1991, page 65 ; J. DEVEZE, P. PETEL, *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit*, Montchrestien, 1992

⁹⁵⁴ Auparavant, le capital minimal requis était de 400 000 € pour les FCP, et de 8 000 000 € pour les SICAV. Désormais, le capital minimal requis pour les deux types d'OPCVM est de 300 000 €, en vertu des articles D414-3 et D414-6 du Code monétaire et financier

⁹⁵⁵ Y. CHARTIER, *Les fonds communs de placement*, La Semaine Juridique, édition générale, 1980, II, page 3001

⁹⁵⁶ P. BEZARD, *Fonds communs de placement*, Répertoire Dalloz Sociétés, 1992

⁹⁵⁷ A. VIANDIER, *Les nouveaux fonds communs de placement*, Revue des sociétés, 1980, page 241

⁹⁵⁸ Voir Annexes, Document 4 schématisant l'organisation d'un FCP

⁹⁵⁹ P. BEZARD, *Fonds communs de placement*, Répertoire Dalloz Sociétés, 1992

⁹⁶⁰ Y. CHARTIER, *op. cit.*, page 3001

⁹⁶¹ « La société de gestion ou le dépositaire sont responsables individuellement et solidairement, selon le cas, envers les tiers ou envers les porteurs de parts, soit des infractions aux dispositions législatives ou réglementaires applicables au fonds communs de placement, soit de la violation du règlement du fonds, soit de leur faute ».

de sa solidarité variaient selon qu'il s'agisse d'une SICAV ou d'un FCP⁹⁶². Cependant, l'ordonnance n°2011-915 du 1er août 2011 a supprimé la règle de l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un dépositaire dans la création d'un FCP. Désormais, seule la société de gestion a l'initiative de cette création, et elle a l'unique obligation de soumettre le règlement du FCP à l'approbation du dépositaire. La règle de responsabilité solidaire de la société de gestion et du dépositaire disparaissant, le régime de responsabilité en matière de FCP et en matière de SICAV est désormais similaire.

186. **Les différents FCP existants.** Il existe trois types de FCP dits « classiques », c'est-à-dire les plus courants, qui se différencient par la durée d'investissement offert⁹⁶³. En premier, les FCP monétaires permettent d'investir dans des titres à court terme et ont un rendement qui suit l'évolution du marché monétaire au jour le jour. Les FCP actions investissent en actions, donc à un terme plus long. Enfin les FCP obligataires investissent en obligations, donc à long terme⁹⁶⁴. À côté des FCP classiques, il existe des FCP « spéciaux », comme les Fonds Communs de Placement à Risques⁹⁶⁵, les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation⁹⁶⁶, les Fonds Communs

⁹⁶² Voir également dans ce sens, La fonction de dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations, (février 2005), *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°11, page 29 : « [La loi de transposition du 23 décembre 1988] confirme la solidarité du dépositaire et de la société de gestion à l'égard des porteurs de parts d'OPCVM en opérant une distinction selon que celui-ci est chargé de la conservation des actifs d'une SICAV ou d'un fonds commun de placement. Dans ce dernier cas, le dépositaire et la société de gestion qui sont tous deux à l'initiative de la création du fonds et participent à l'établissement de son règlement, peuvent être déclarés solidairement responsables, notamment en cas de violation des dispositions de ce règlement ».

⁹⁶³ P. BEZARD, *Fonds communs de placement*, Répertoire Dalloz Sociétés, 1992

⁹⁶⁴ J.-P. BOUERE, P. DEROUIN, J.-M. DESACHE, *Titres et emprunts obligataires*, Banque Edition, 1998, page 78

⁹⁶⁵ Les FCPR (Fonds Communs de Placement à Risques) sont investis à au moins 50% en titres de sociétés non cotées. S'ils sont exonérés de toutes taxes sauf prélèvement sociaux lorsque les fonds restent bloqués au moins cinq ans, ils demeurent des placements très risqués. Voir par exemple H. HOVASSE, *Commentaire de la réforme des fonds communs de placement à risque*, Droit des sociétés, mars 1997, page 22 ; D. SENEQUIER, R. LESERVOISIER, *Les FCPR disposent maintenant d'une réglementation spécifique*, Banque et Droit, n°74, novembre-décembre 2002, page 12

⁹⁶⁶ Les FCPI (Fonds Communs de Placement dans l'Innovation) sont investis pour au moins 60% dans des actions de sociétés innovantes, qu'elles soient cotées ou non. Il s'agit ici de secteurs de pointe tels que l'informatique, Internet, les télécommunications ou encore la biotechnologie. Ces produits peuvent bénéficier d'une réduction d'impôt de 25% du montant de l'investissement (sous certaines limites) si les fonds restent bloqués pendant cinq ans, mais possèdent eux aussi un niveau de risque élevé.

d'Investissement sur les Marchés à Terme⁹⁶⁷, les Fonds Communs de Placement Entreprise⁹⁶⁸ ou encore les Fonds d'Investissement et de Proximité⁹⁶⁹.

§3. Les classifications des OPCVM

187. **Une classification de structure.** La pratique a permis une diversification fulgurante de la gamme des OPCVM⁹⁷⁰. Le législateur opère une première sélection au sein des déposants potentiels. Parmi les OPCVM, un OPCVM est dit « OPCVM coordonné » lorsque il est conforme aux normes européennes, ce qui lui permet d'être commercialisé dans tous les pays de l'Union européenne après obtention d'un certificat délivré par les autorités de chaque pays. Mais la directive AIFM a également introduit quelques changements concernant le cadre juridique de la gestion d'actifs⁹⁷¹. L'article 214-1 du Code monétaire et financier propose une nouvelle organisation du chapitre consacré aux placements collectifs. Il distingue d'une part les OPCVM, qui sont seuls conformes à la directives OPCVM IV, les fonds d'investissement

⁹⁶⁷ Les FCIMT (Fonds Communs d'Investissement sur les Marchés à Terme) ciblent leurs investissements sur les marchés à terme. Leurs parts ne sont pas cotés, et ce sont généralement des produits très risqués.

⁹⁶⁸ Les FCPE (Fonds Communs de Placement Entreprise) sont dédiés aux salariés d'une entreprise et mis en place dans le cadre d'un accord de participation ou d'une plan d'épargne salariale (PEE, PEI, Perco). Il peut s'agir soit de FCPE « diversifiés », c'est-à-dire composés d'un panier de valeurs, sans qu'aucune valeur ne soit sur-représentée, ou bien de FCPE « d'actionnariat salarié », composés pour plus d'un tiers en titres de l'entreprise.

⁹⁶⁹ Les FIP (Fonds d'Investissement et de Proximité) sont en réalité des FCPR investissant dans les titres non cotés de PME, et respectant certaines conditions supplémentaires, notamment celles relatives à l'activité exercée en « majeure partie » sur trois régions au plus, et, à ce titre, bénéficiaire d'un dispositif d'incitation fiscale largement similaire à celui des FCPI.

⁹⁷⁰ L. MAUDUIT-DUMOULIN, *Les organisations intermédiaires d'investisseurs. Contribution à l'étude de la dimension collective du capitalisme en France*, Lille, 2000, page 18

⁹⁷¹ La directive AIFM est transposée en droit français par l'ordonnance 2013-676 publiée au Journal Officiel 27 juillet 2013. Les principaux changements introduits par ces dispositions nouvelles portent sur la désignation d'un dépositaire unique pour chaque FIA, de nouveaux critères de rémunération des gérants, une augmentation des obligations de reporting aux investisseurs et au régulateur, un renforcement des exigences relatives aux délégations (gestion de portefeuilles et de risques) et à la gestion des conflits d'intérêts, un suivi renforcé des risques, liquidité, effet de levier et valorisation, une augmentation des fonds propres des gestionnaires. La directive met également en place les passeports gestion et commercialisation qui facilitent la gestion et la distribution transfrontière des fonds, ce qui renforcera la concurrence entre les places financières.

relevant de la directive AIFM, et les « Autres placements collectifs » qui ne sont pas des OPC⁹⁷².

188. **Une classification d'objet.** L'AMF propose une classification simple des OPCVM⁹⁷³. Elle distingue en premier lieu les OPCVM de distribution, des OPCVM de capitalisation⁹⁷⁴. Dans le premier cas, les revenus seront versés sous la forme de dividende, alors que dans le deuxième cas, les revenus sont réinvestis dans le portefeuille et augmenteront la valeur liquidative du fonds⁹⁷⁵.

En outre, l'AMF classe les OPCVM en six classes générales : les OPCVM monétaires⁹⁷⁶, les OPCVM obligataires⁹⁷⁷, les OPCVM actions⁹⁷⁸, les OPCVM à fonds alternatifs⁹⁷⁹, les OPCVM de fonds à formules⁹⁸⁰, et les OPCVM diversifiés⁹⁸¹. Certains

⁹⁷² M. STORCK, *Transposition de la directive AIFM : présentation générale*, Revue de Droit bancaire et financier, septembre 2013, n°5, page 173

⁹⁷³ Instruction de l'AMF n°2005-01 du 25 janvier 2005

⁹⁷⁴ N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, page 12

⁹⁷⁵ La valeur liquidative correspond à la valeur de l'ensemble des actifs du fonds à un moment donné, divisée par le nombre d'actions ou de parts souscrites. Elle tient compte des dividendes, et des coupons courus, et est calculée en général tous les jours ouvrés. Voir G. ROUSSEY, *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009, page 14

⁹⁷⁶ Les OPCVM monétaires concernent la monnaie euro, mais peuvent être également à vocation internationale. La durée de vie des titres est très courte, de quelques jours à trois mois en général. En contrepartie, le rendement de ces titres est peu important car il suit l'évolution des taux d'intérêt à court terme, c'est-à-dire les taux du marché monétaire.

⁹⁷⁷ Les OPCVM obligataires concernent les obligations et autres titres de créance libellés en euros, mais aussi les obligations et autres titres de créance internationaux. Ainsi, leurs portefeuilles sont composés essentiellement de dettes émises par l'État ou par des sociétés.

⁹⁷⁸ Les OPCVM actions concernent les actions françaises, les actions des pays de la zone euro, les actions des pays de la Communauté européenne, et les actions internationales. Ces OPCVM sont composés à 60% d'actions minimum. Les 40% maximum restant peuvent être investis en placements plus sécurisés, de type monétaire ou obligataire, afin de limiter le risque de fluctuation du marché actions.

⁹⁷⁹ Les OPCVM à fonds alternatifs sont investis à plus de 10% dans d'autres OPCVM (français ou étrangers), mettant en œuvre des stratégies dites alternatives (on parle aussi de multigestion alternative ou de gestion alternative indirecte). Il ne s'agit donc pas ici d'une seule et unique stratégie d'investissement, mais d'une multitude de stratégies de gestion, ce qui permet non seulement de diminuer le risque lié au fonctionnement du fonds, mais aussi d'accroître son rendement.

⁹⁸⁰ Les OPCVM de fonds à formules ont pour objectif d'offrir une performance conditionnelle définie en fonction notamment de l'évolution des indices boursiers des cours. Pour cela, l'OPCVM s'engage à atteindre, à une date déterminée, un montant obtenu par l'application mécanique d'une formule de calcul prédéfinie, reposant sur des indicateurs de marchés financiers ou d'instruments financiers. Ce n'est donc pas la qualité de la gestion au cours de la vie de l'OPCVM qui doit déterminer le choix d'investissement mais l'anticipation que l'investisseur fait des paramètres de marché inclus dans la formule proposée.

⁹⁸¹ Les OPCVM diversifiés regroupent les OPCVM qui ne relèvent d'aucune autre catégorie et qui sont

OPCM peuvent avoir une structure particulière, c'est le cas des OPCVM « maîtres-nourriciers »⁹⁸².

§4. Un déposant de droit commun

189. Une comparaison sommaire avec le déposant en droit commun.

Le contrat de dépôt de droit commun a souvent été perçu comme un contrat à obligations unilatérales, car au premier abord seul le dépositaire s'engage. Les obligations du déposant sont assez peu nombreuses. Elles sont au nombre de deux : le remboursement des dépenses engagées par le dépositaire pour la conservation de la chose⁹⁸³, et l'indemnisation du dépositaire de toutes les pertes que le dépôt peut lui avoir occasionnés⁹⁸⁴. Il ne s'agit donc pas d'obligations systématiques, mais conditionnées par la survenance de certains événements, qui viendraient troubler la conservation paisible de la chose par le dépositaire⁹⁸⁵. Comme la mise en œuvre de ces obligations s'opère par le versement d'une somme d'argent correspondant aux dépenses ou à l'indemnisation en cause, le dépositaire peut retenir la chose qu'il détient jusqu'à son entier paiement⁹⁸⁶,

gérés de manière discrétionnaire, sans règle d'affectation préétablie sur les différents classes d'actifs sur les marchés français et/ou étrangers, et mentionnent l'existence éventuelle d'un risque de change pour le résident français.

⁹⁸² L'ordonnance du 1er août 2011, dans la droite ligne de la directive OPCVM IV, permet la fusion entre OPCVM coordonnés situés dans différents États membres (Ordonnance n°2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs). Mais cette fusion ne peut s'effectuer que sous une forme bien particulière témoignant du rapport qui unit les deux entités. Cette configuration est réglementée sous la forme de structures « maîtres-nourriciers ». Dans ces structures, un OPCVM coordonné, dit OPCVM nourricier, investit au minimum 85% de ses actifs dans un autre OPCVM coordonné, dit OPCVM maître, qui peut être situé dans un autre État membre que l'OPCVM nourricier et au niveau duquel la gestion est centralisée.

⁹⁸³ Article 1947 du Code civil

⁹⁸⁴ Voir P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 515, §878

⁹⁸⁵ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 389

⁹⁸⁶ Article 1948 du Code civil : « Le dépositaire peut retenir le dépôt jusqu'à l'entier paiement de ce qui lui est dû à raison du dépôt » ; P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 389

selon l'adage *non adimpleti contractus*⁹⁸⁷.

A nouveau, de telles obligations trouvent leur justification dans le fait que le dépôt était un contrat entre amis⁹⁸⁸. S'il avait accepté de conserver la chose à titre gratuit⁹⁸⁹, le dépositaire ne promettait pas d'engager des sommes nécessaires à cette conservation si elle n'était plus paisible. En pratique, ces deux obligations trouvent rarement à s'appliquer en matière de titres financiers, d'une part en raison de la nature immatérielle des biens confiés, et d'autre part en raison de la contractualisation de l'activité de dépositaire.

190. De la nature immatérielle de la chose. Les titres financiers étant des biens immatériels, la conservation de la chose déposée n'engage pas de dépenses qui ne puissent être prévisibles au moment du dépôt. Ce dépôt n'est pas susceptible de créer, par le simple fait de sa garde, des pertes au dépositaire à qui il a été confié. Les obligations du déposant de droit civil trouvent ici peu à s'appliquer. Si toutefois pareil cas se présentait, c'est le contrat de dépôt⁹⁹⁰ qui rappellerait le droit applicable et prévoirait le règlement d'éventuels conflits.

191. De la contractualisation de l'activité de dépositaire. Nous sommes bien loin du dépositaire ami, qui accepte gratuitement de conserver la chose

⁹⁸⁷ F. CHABAS, *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998, page 1161

⁹⁸⁸ Le Code civil ne fait ici que retranscrire le fonctionnement historique du dépôt de droit romain, et la pratique des *argentarii*. Voir en ce sens J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §46, page 59 : « S'agissant du droit des obligations, c'est très net. La matière était tout entière dans Domat et Pothier, qui ont transmis la tradition romaine corrigée par la moral chrétienne et les principes du droit naturel. Tous les rapporteurs l'affirment nettement : Portalis, Favart, Mouricault paient leurs dettes de reconnaissance au droit romain ».

⁹⁸⁹ Le fait de recevoir un salaire transformait *de facto* le dépôt en louage : P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 385. Il est intéressant de voir ici que c'est la notion de contrepartie qui fait basculer le contrat de dépôt vers un contrat de louage, et non la possibilité pour le dépositaire de faire usage de la chose déposée. Une telle constatation ancre définitivement le dépôt historique dans la catégorie des contrats entre amis. « Néanmoins cette obligation doit être appliquée avec moins de rigueur par le juge vis-à-vis du dépositaire gratuit, que vis-à-vis du celui qui a reçu un salaire, et qui s'est chargé de la chose à titre de louage. On doit, en cette matière, avoir égard à la qualité, à l'état, au sexe du dépositaire, et à la nature des circonstances qui ont occasionné la perte ou la détérioration du dépôt ».

⁹⁹⁰ Le contrat de dépôt prend la forme de convention tripartite et de convention de Prime Brokerage.

matérielle d'une personne, à titre de faveur personnelle. Le dépositaire devenu professionnel a vu sa mission contractualisée. Sa prestation de conservation (ainsi que les autres activités qui y sont directement associées) fait désormais l'objet d'une rémunération par le déposant. Si ce dernier n'est donc plus soumis à une obligation d'indemniser le dépositaire pour tout préjudice ou dépense engendrée par la conservation de la chose, il a l'obligation de le rémunérer pour son activité de conservation des titres financiers. Les deux obligations du déposant de droit commun ont disparu, remplacées par l'obligation contractuelle de versement d'un salaire.

192. **Conclusion du Chapitre I.** L'OPCVM n'est finalement déposant que de manière accessoire à ses fonctions, en raison de l'obligation du dépôt de ses titres. Rien ne s'oppose à considérer qu'il intervient de manière identique à un déposant de droit commun. Malgré une nature beaucoup plus complexe, il ne possède pas davantage d'obligations que celles présentées par le Code civil, ou du moins pas en ce qui concerne le mécanisme du dépôt. Comme cette présentation tend à le démontrer, le nœud du dépôt de titres financiers ne réside donc pas dans la personne de l'OPCVM, mais bien dans les différentes fonctions exercées par le dépositaire. C'est pourquoi une présentation plus détaillée du dépositaire de titres financiers nous paraît incontournable.

Chapitre II. Le dépositaire

193. **Introduction.** Le droit commun est assez peu prolix en ce qui concerne le dépositaire. Cela pourrait sembler surprenant, eu égard au fait qu'il est l'autre élément essentiel du tandem déposant-dépositaire. La réalité est toute autre : le dépositaire ne pose simplement pas en droit commun de problème particulier. A nouveau marqué par le caractère amical de sa mission⁹⁹¹, le droit commun ne se préoccupe pas de la personne du dépositaire, mais reconnaît tout naturellement son caractère *intuitus personæ*⁹⁹². Tout juste note-t-il que le dépositaire doit avoir la capacité de contracter⁹⁹³. Finalement, c'est sur les obligations du dépositaire que le droit commun est le plus précis. Mais là encore, elles sont peu nombreuses : il doit simplement conserver, c'est-à-dire veiller à l'absence de perte ou de détérioration, ne pas utiliser, et restituer la chose confiée.

194. **Plan.** Le dépositaire de droit commun est une personne ordinaire qui effectue une prestation d'une grande simplicité. Est-ce toujours le cas en matière de dépôt de titres financiers ? Il est d'ores et déjà permis d'en douter, au regard de l'extrême

⁹⁹¹ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 385

⁹⁹² Ce caractère semble la conséquence directe de la qualification du dépôt en contrat d'ami. Voir en ce sens F. VALLEUR, *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1938, page 72

⁹⁹³ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 506, §860 ; BOUDINOT et FRADOT, *Technique et pratique bancaire*, Sirey, quatrième édition, 1982 ; J.-J. BURGARD, C. CORNUT, O. ROBERT DE MASSY, *La banque en France*, quatrième édition, Presses de la fondation nationale des sciences politiques et Dalloz, 1995 ; J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz, 1980. Pour des raisons évidentes de professionnalisation de l'activité, nous ne nous attarderons pas ici sur les cas des dépositaires mineurs ou incapables.

complexité de l'objet du dépôt, et de la mission de tenue de compte conservation s'y affairant. Tant sur sa personne (Section I), que sur ses obligations (Section II), le dépositaire se singularise-t-il encore un peu plus de son homologue de droit commun ?

Section 1. La personne du dépositaire

195. **Introduction.** Les Romains étant nos maîtres en matière contractuelle, nous leur sommes redevables de notre théorie des obligations⁹⁹⁴. Il était donc tout naturel que le dépôt soit également issu d'un concept romain. Le mécanisme de dépôt de titres est en effet très ancien, et ne fait pas exception, puisqu'il existe des similitudes avec certains contrats de droit romain. Il était d'usage à Rome que l'on dépose dans les comptoirs des *argentarii* les objets précieux⁹⁹⁵, que le dépositaire s'engageait à garder et à rendre à première demande. Il s'agissait bien alors d'un dépôt régulier, puisque le dépositaire ne pouvait en aucune façon disposer de ces objets, car autrement il s'exposait à l'action du vol : *furtum usus*⁹⁹⁶. Initialement ces contrats étaient gratuits⁹⁹⁷, car les contrats de service ne faisaient pas l'objet d'une rémunération officielle (comme le contrat de mandat par exemple). Mais nous ne sommes pas non plus exactement dans la situation du contrat entre amis⁹⁹⁸, puisque le dépositaire faisait l'objet d'une rétribution officieuse et tributaire des ressources et de la volonté du déposant. Cependant, l'hypothèse d'un dépôt salarié est petit à petit apparu lorsque ces contrats se sont

⁹⁹⁴ B. de VALON, *Le dépôt des titres en banque*, 1913, Toulouse, page 19

⁹⁹⁵ A. BACH, *Droit romain : des « Argentarii »* ; Droit français : de l'Ouverture de crédit, Paris, 1892 ; P. THOMASSET, *Des « Argentarii », de la transmission à titre de propriété des valeurs de bourses nominatives et au porteur*, Imprimerie de A. Waltener, Lyon, 1883, pages 44 et suivantes ; R. ALHEINC, *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920

⁹⁹⁶ J.-L. GAZZANIGA, *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992, §190, pages 216-217

⁹⁹⁷ B. BOITARD, *Les contrats de services gratuits*, Paris, 1941, page 122

⁹⁹⁸ P.-A. FENET, *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968, page 385

sophistiqués, et les dépositaires ont progressivement fait payer un droit de garde⁹⁹⁹.

196. **Plan.** La professionnalisation de l'activité de dépositaire a fait naître de nouvelles obligations, mais également imposé la prise en compte d'éléments nouveaux dans le choix de cet intermédiaire. En matière de titres financiers, et malgré la technicité et les conditions strictes de sélection, le dépositaire possède tout de même une qualité similaire à un dépositaire de droit commun (Sous-Section 1). Il n'en demeure pas moins soumis à un contrôle accru en raison de l'environnement dans lequel il évolue (Sous-Section 2). Enfin, parmi ses nombreuses spécificités, la question de la territorialité est une de celles qui font actuellement l'objet du débat le plus vif (Sous-Section 3).

Sous-Section 1. La qualité du dépositaire

197. **Plan.** Pour analyser la qualité du dépositaire, il faut avant tout déterminer les conditions de sélection de cet intermédiaire privilégié (§1). parmi lesquelles figure l'interdiction d'utiliser les titres confiés à des fins propres (§2).

§1. Le choix du dépositaire

198. **La définition d'un dépositaire d'OPCVM.** Le dépositaire d'OPCVM est un établissement qui gère l'activité de dépôt de titres financiers pour le compte d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières¹⁰⁰⁰.

⁹⁹⁹ En définitive, ce contrat n'était ni plus ni moins qu'un contrat de dépôt de valeurs tel qu'il est présenté actuellement, bien que n'ayant pas pour base des valeurs fongibles.

¹⁰⁰⁰ Il s'agit d'une définition commune à toutes les conceptions du dépositaire. En ce qui concerne les grandes lignes du dépôt, force est de constater qu'elles sont parfaitement identiques en droit américain et en droit français. Le Uniform Commercial Code (UCC) définit la banque dépositaire comme étant un établissement bancaire ou un trust, supervisé et surveillé par l'État ou par une autorité fédérale, et

Avant une réforme récente, la notion d'OPCVM englobait un domaine plus vaste¹⁰⁰¹, et pouvait être dépositaire d'OPCVM la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations, les établissements de crédits, les sociétés de bourse ainsi que la Société des bourses françaises, ainsi que les entreprises d'assurance et de capitalisation régies par le code des assurances¹⁰⁰². Comme il a pu être présenté précédemment, les OPC sont désormais¹⁰⁰³ divisés entre les OPCVM dits coordonnés au sens de la directive OPCVM IV, et d'autres organismes dénommés Fonds d'Investissement Alternatif (FIA)¹⁰⁰⁴.

La directive AIFM précise qu'elle ne s'applique pas aux OPCVM puisque les gestionnaires de fonds alternatifs ne doivent pas avoir le droit de gérer d'OPCVM « sur la base d'un agrément octroyé au titre de la présente directive »¹⁰⁰⁵. Cette directive demeure cependant une source de choix, en ce qu'elle traite du dépôt de titres financiers, mais dans un contexte différent. Son analyse semblait alors tout aussi incontournable. De plus, la

agissant comme dépositaire dans un système de règlement-livraison« A « custodian bank » is a bank or trust company that is supervised and examined by state or federal authority having supervision over banks and acting as a custodian for clearing corporation ». Uniform Commercial Code, Article 8 – Investment Securities, Part 1 – Short title and general matters, §8-102. Definitions and Index of Definitions. Voir également Uniform Commercial Code, Article 4 – Bank deposits and collections, Part 1 – General provisions and Definitions ; §4-105.

¹⁰⁰¹ Arrêté du 6 septembre 1989 pris pour l'application de la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, Article 1

¹⁰⁰² L'ajout à cette liste des établissements visés par l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, a été abrogée par la loi n° 92-665 du 16 juillet 1992.

¹⁰⁰³ En vertu de l'arrêté du 25 juillet 2013 relatif aux dépositaire de fonds d'investissement alternatifs, pris en application de l'ordonnance n°2013-676

¹⁰⁰⁴ La directive Alternative Investment Fund Managers est une source quelque peu particulière, en ce qu'elle ne s'applique pas aux OPCVM. En effet, cette directive ne vise que les fonds d'investissement alternatifs : le champ d'application de la directive est limité aux entités gérant des FIA dans le cadre d'une activité habituelle, que le FIA soit de type ouvert ou fermé, quelle que soit sa forme juridique, et qu'il soit coté ou non, qui recueillent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de placer ces capitaux dans l'intérêt de ces investisseur, conformément à une stratégie d'investissement définie (Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs AIFM, considérant 6.). La directive définit les fonds d'investissement alternatifs comme « des organismes de placement collectifs, y compris leurs compartiments d'investissement, qui [...] lèvent des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs ; et [...] ne sont pas soumis à agrément au titre de l'article 5 de la directive 2009/65/CE » (Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs AIFM, article 4, 1, a)), cette dernière directive étant la directive OPCVM IV.

¹⁰⁰⁵ Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs AIFM, considérant 3

distinction entre les deux types d'organismes de placement pourrait avoir un impact non négligeable sur l'attractivité des FIA, qui possèdent un régime juridique plus malléable et moins contraignant. Le recours à ce type de produit n'est pas anecdotique, et pourrait connaître un essor nouveau en raison de cette plus grande adaptabilité.

Leurs dépositaires communs sont les mêmes que ceux présentés précédemment, à l'exception des sociétés de bourse et la Société de bourse française, remplacées par « les entreprises d'investissement habilitées à exercer l'activité de tenue de compte-conservation d'instruments financiers »¹⁰⁰⁶. Les FIA¹⁰⁰⁷ possèdent aussi des dépositaires qui leur sont propres¹⁰⁰⁸. Pour les besoins de cette étude, le déposant des titres sera présumé être un OPCVM. Toute précision ou différence sera précisée lorsque les FIA font l'objet d'un régime différent¹⁰⁰⁹.

¹⁰⁰⁶ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 37

¹⁰⁰⁷ Ces entreprises d'investissement disposent en tout état de cause de fonds propres d'un montant qui n'est pas inférieur au niveau de capital initial visé à l'article 9 de la directive 2006/49/CE.

¹⁰⁰⁸ Il s'agit de la succursale établie sur le territoire français d'un établissement de crédit ayant son siège statutaire dans l'Union européenne, habilitée dans son État à être dépositaire et agréée conformément à la directive européenne, ainsi que la succursale établie sur le territoire français d'une entreprise d'investissement ayant son siège statutaire dans un des États membres de l'Union européenne, habilitée dans son État à être dépositaire, et soumise aux exigences de fonds propres, conformément à l'article 20, paragraphe 1, de la directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, y compris les exigences de fonds propres liées au risque opérationnel, agréée au titre de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et qui fournit également les services auxiliaires de garde et d'administration d'instruments financiers pour le compte de clients, conformément à l'annexe I section B, point 1, de la directive 2004/39/CE.

¹⁰⁰⁹ En ce qui concerne les FIA, la désignation d'un dépositaire établi dans un pays tiers est subordonnée aux cinq conditions posées par l'article 21, paragraphe 6, de la directive AIFM (Article D. 214-32-4-2 du Code monétaire et financier). La première tient à l'existence de modalités de coopération et d'échange d'informations. La deuxième est relative au respect par le dépositaire d'une réglementation prudentielle efficace, notamment en ce qui concerne les exigences minimales de fonds propres et l'existence d'une surveillance adéquate. La troisième a trait à l'absence d'inscription du pays tiers dans lequel le dépositaire a son siège social ou une succursale sur les listes publiées par les instances internationales intervenant en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux ou le financement du terrorisme, des États ou territoires dont la législation ou les pratiques font obstacle à la bonne exécution des missions du Groupe d'action financière (Groupe d'Action Financière <http://www.fatf-gafi.org/fr/>). La quatrième condition subordonne la désignation du dépositaire à la conclusion d'un accord avec le pays tiers dans lequel il est établi, par les États membres dans lesquels il est prévu que les parts ou actions du FIA de pays tiers soient commercialisées et, pour autant qu'il soit différent, l'État membre d'origine de la société de gestion. Cet accord doit être conforme aux normes énoncées par l'article 26 du modèle OCDE de convention fiscale concernant le revenu et la fortune et garantissant un échange d'informations en matière fiscale, y compris tout accord multilatéral en matière fiscale. La dernière

199. **Les conditions de l'exercice d'un dépositaire.** Pour assurer la fonction de dépositaire, l'organisme doit obtenir une habilitation aux fins d'exercer une activité de conservation d'instruments financiers qui est délivrée par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI)¹⁰¹⁰. Les intéressés doivent présenter des garanties financières et professionnelles suffisantes pour être en mesure d'exercer de façon effective l'activité de dépositaire¹⁰¹¹. Pour pouvoir exercer son rôle au sein d'un système de règlement livraison, le dépositaire doit être adhérent d'un dépositaire central. Pour ce faire, un dossier complet d'adhésion doit être remis par le dépositaire à l'AMF pour obtenir une autorisation¹⁰¹².

En France, le dépositaire est choisi sur une liste de personnes morales arrêtée par le ministre chargé de l'économie¹⁰¹³. On y retrouve la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement habilitées à exercer l'activité de tenue de compte conservation¹⁰¹⁴. Il n'y a donc pas

condition requiert du dépositaire qu'il soit contractuellement responsable à l'égard du FIA ou des porteurs de parts ou actionnaires de ce FIA, dans les mêmes conditions que celles prévues au I et II de l'article L. 214-24-10 et L. 214-24-11, et qu'il déclare s'abstenir de déléguer à des tiers certaines fonctions. Ces fonctions sont prévues aux I et III de l'article L. 214-24-8. Il convient d'observer que lorsque l'AMF est en désaccord avec l'appréciation portée par ses homologues de l'État membre de la société de gestion sur l'application des trois premières conditions, elle peut saisir l'AMF : voir en ce sens I. RIASSETTO, *Transposition de la directive AIFM : dépositaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA)*, Revue de Droit bancaire et financier, septembre 2013, n°5, page 175

¹⁰¹⁰ Voir en ce sens S. CATTARINUSSI, *Qui sont les dépositaires d'OPCVM en France ?*, Bull. Joly Bourse, 1er août 2008, n°4, page 333

¹⁰¹¹ Il revient aux États membres de déterminer les catégories d'établissements parmi lesquelles les dépositaires peuvent être choisis : Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Articles 8 et 15

¹⁰¹² Le contenu de ce dossier est précisé dans l'instruction 2009-07 du 23 juin 2009 : « Le dossier devant être transmis à l'AMF par un dépositaire central ou par un gestionnaire de système de règlement-livraison, lorsque l'autorisation préalable de l'AMF est requise pour l'adhésion au dépositaire central ou la participation au système d'un établissement, comprend les éléments suivants : 1° Le nom de l'établissement ; 2° L'adresse de son siège social ; 3° Sa forme sociale ; 4° Son actionnariat ; 5° Le nom de ses principaux dirigeants ; 6° La description de son activité ; 7° La description des moyens dont il dispose et notamment les moyens mis en œuvre pour la maîtrise des risques ; 8° Le nom de ses autorités nationales de régulation, supervision et surveillance ; 9° La description du cadre légal et réglementaire de son activité : conditions d'accès, d'exercice et de contrôle ; 10° Lorsque l'établissement est dépositaire central ou gère un système de règlement-livraison d'instruments financiers, les règles de fonctionnement (ou un document équivalent) de l'établissement en sa qualité de dépositaire central ou du système de règlement livraison qu'il gère ».

¹⁰¹³ Article L214-16 et L214-26 du Code monétaire et financier

¹⁰¹⁴ C'est l'arrêté du 9 septembre 1989, pris pour l'application de la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et portant création des Fonds Communs de Créances, qui établit la liste des établissements habilités à être dépositaires d'OPCVM.

d'agrément *a priori* du dépositaire de titres. En pratique, c'est lorsqu'un nouvel OPCVM est créé que l'AMF vérifie qui est le dépositaire des actifs.

200. **L'honorabilité et l'expérience des dirigeants.** Les autorités compétentes des États membres doivent apprécier les qualités des dirigeants de la société dépositaire, au regard de la mission particulière qui peut lui être confiée. Les dirigeants de la société dépositaire doivent avoir l'honorabilité et l'expérience requises à l'exacte mise en pratique de leurs fonctions^{1015 1016}. Cette exigence n'est pas sans rappeler le fort caractère *intuitus personæ* du contrat de dépôt en droit commun¹⁰¹⁷. Avant d'être un contrat d'entreprise, c'est d'abord un contrat de confiance qui nécessite une bonne connaissance et un choix assuré du cocontractant.

201. **Le remplacement du dépositaire.** Ce caractère *intuitus personæ* du contrat de dépôt rend plus complexe un éventuel changement de cocontractant¹⁰¹⁸. Tout remplacement du dépositaire doit être soumis à l'agrément des autorités compétentes, comme le précise l'article 4 4. de la directive OPCVM¹⁰¹⁹. Il doit se faire dans le respect des conditions définies par la loi, et la directive laisse aux États membres le soin de fixer les conditions de remplacement du dépositaire¹⁰²⁰. Ainsi le dépositaire peut être remplacé sur demande des autorités compétentes, de la société de gestion et/ou

¹⁰¹⁵ Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés, Article 4 3., deuxième alinéa: « En outre, les autorités compétentes ne peuvent agréer un OPCVM lorsque les dirigeants du dépositaire n'ont pas l'honorabilité ou l'expérience requises, eu égard également au type d'OPCVM à gérer ».

¹⁰¹⁶ En pratique cette vérification va du simple contrôle formel à une vraie enquête selon la réglementation de chaque État membre. Elle nécessite que soient communiqués aux autorités compétentes l'identité des dirigeants de la société, ainsi, le cas échéant, de tout remplacement de dirigeants. La notion de dirigeant englobe également les dirigeants de fait de la société dépositaire.

¹⁰¹⁷ F. VALLEUR, *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1938, page 127

¹⁰¹⁸ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, §301, page 131

¹⁰¹⁹ Directive 2001/107/CE *op. cit.*, Article 4 4. : « Tout remplacement de la société de gestion ou du dépositaire, ainsi que toute modification du règlement du fonds ou des documents constitutifs de la société d'investissement, sont subordonnés à l'approbation des autorités compétentes ».

¹⁰²⁰ Directive 2001/107/CE *op. cit.*, Article 11

des participants. Cependant, la directive ne laisse pas toute latitude aux États membres, puisqu'elle exige que ces derniers prévoient des règles afin d'assurer la protection des participants lors de ce remplacement¹⁰²¹.

202. **Le principe d'unicité.** Il ne peut y avoir qu'un seul dépositaire par OPCVM. Le dépositaire a une vue d'ensemble sur tous les flux de titres ou d'espèces qui entrent et qui sortent du portefeuille de l'OPCVM. Ce principe se justifie notamment par la mission de contrôle que doit exercer le dépositaire¹⁰²² : en effet, il serait autrement plus difficile d'effectuer efficacement un contrôle en pratique, si le dépositaire n'avait accès qu'à l'infime partie des actifs confiés, et ne pouvait pas porter un regard général sur l'activité menée et les décisions prises par l'organisme¹⁰²³.

Selon la réglementation européenne, il existe deux exceptions au principe du dépositaire unique, qui méritent cependant quelques nuances quant à leur application dans la réglementation française. La première exception s'applique aux OPCVM coordonnés. En effet, les États membres peuvent autoriser les OPCVM à avoir plusieurs dépositaires sous réserve que ces OPCVM disposaient déjà de plusieurs dépositaires avant la date du 20 décembre 1985, et que les États membres aient la garantie que les fonctions devant être exercées par un dépositaire unique le soient effectivement par ces dépositaires multiples. Cette exception a pour objectif de ne pas modifier le régime des OPCVM créés avant 1985 et fonctionnant correctement avec plusieurs dépositaires¹⁰²⁴.

La deuxième exception concerne les sociétés d'investissement dont 80% des parts au moins sont commercialisés en bourse. Elles peuvent ne pas avoir de dépositaire, en

¹⁰²¹ En application de l'article 11 et 18 de la directive.

¹⁰²² Voir *infra*

¹⁰²³ D'où la place de plus en plus prépondérante du dépositaire au sein-même de l'organisme. P. GUILHAUMAUD, *La responsabilité civile des dépositaires d'OPCVM*, Banque et Droit, 1992, page 155

¹⁰²⁴ Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Article 55 : « Par dérogation à l'article 7 paragraphe 1 et à l'article 14 paragraphe 1, les autorités compétentes peuvent autoriser les OPCVM qui, à la date de l'adoption de la présente directive, disposaient de plusieurs dépositaires en conformité avec leur législation nationale à conserver cette pluralité de dépositaires si elles ont la garantie que les fonctions à exercer en vertu de l'article 7 paragraphe 3 et de l'article 14 paragraphe 3 le sont effectivement ».

application de l'article 14 4. de la directive OPCVM¹⁰²⁵. La raison de cette dérogation tient au fait que la fonction de contrôle, exercée normalement par le dépositaire, peut ici en pratique être effectuée par un autre acteur, et que l'ajout d'un dépositaire n'aurait plus réellement d'utilité. Ces sociétés d'investissement sont soumises à des obligations spécifiques et au contrôle des autorités boursières du fait de la cotation de leurs parts. Ces règles et ce contrôle ont été jugés suffisants par le législateur communautaire pour assurer la protection des participants¹⁰²⁶.

Cependant, il est à noter que la réglementation relative aux OPCVM ne transpose pas les dérogations à ce principe qu'autorise la directive. Par conséquent, tout OPCVM de droit français, qu'il commercialise ou non ses parts en bourse, doit avoir un seul et unique dépositaire.

§2. L'interdiction d'utiliser les titres

203. **Le principe de l'interdiction.** Cette interdiction est très ancienne, puisqu'un auteur énonçait déjà en 1913 que, sauf autorisation expresse ou tacite, les titres déposés, à la différence des fonds, ne pouvaient être employés par le banquier. Cependant, une autorisation tacite résultait des circonstances de fait. La jurisprudence avait déclaré notamment que la remise d'un titre sans indication de numéro constitue un *mutuum*^{1027 1028}. En droit commun, l'article 1930 du Code civil affirme que le dépositaire ne peut se servir de la chose sans la permission expresse ou présumée du déposant. A défaut, il engage sa responsabilité civile et commet un abus de confiance¹⁰²⁹.

¹⁰²⁵ Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Article 14 4. : « Un État membre peut décider que les sociétés d'investissement situées sur son territoire qui commercialisent leurs parts uniquement par une ou plusieurs bourses de valeurs à la cote officielle desquelles leurs parts sont admises ne sont pas tenues d'avoir un dépositaire au sens de la présente directive ».

¹⁰²⁶ E. SIDOT, *Droit communautaire et OPCVM*, 2003, Lille, page 142

¹⁰²⁷ Du latin *mutuum*, signifie prêt, emprunt (dictionnaire Gaffiot page 1007)

¹⁰²⁸ B. de VALON, *Le dépôt des titres en banque*, 1913, Toulouse, page 52

¹⁰²⁹ Voir D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 372 ; V. MALABAT, *Droit pénal spécial*, sixième édition, Dalloz, 2013, §811 ; A. TOUFFAIT, *Délits et*

L'autorisation du déposant transforme le dépôt en prêt à usage¹⁰³⁰, à moins qu'il ne s'agisse d'un dépôt irrégulier selon la nature de la chose.

Ce qui nous concerne ici est bien le dépôt de titres dont l'objet est inscrit dans les livres du dépositaire. La différence entre ce dépôt-ci et le dépôt d'espèces s'exprime notamment à travers la remise de la chose à son propriétaire. Ainsi, en raison de cette nature de dépôt de titres financiers, la remise de la chose au déposant après le dépôt s'opère exclusivement à travers une restitution et pas une indemnisation, l'indemnisation n'intervenant que si, par extraordinaire, la restitution des titres n'était pas intégrale¹⁰³¹. En outre, les instruments financiers détenus par les clients ne peuvent pas, sauf consentement exprès de ces derniers, être utilisés par les dépositaires, selon le principe ancien de l'interdiction du tirage de masse¹⁰³².

204. **Une interdiction universelle.** Loin d'être une particularité du droit français, on en retrouve l'expression universelle dans toutes les conceptions du dépositaire de titres financiers¹⁰³³. Elle connaît cependant quelques aménagements dus à la pratique : l'utilisation pour compte propre est en principe interdite, sauf si le client a préalablement donné son consentement exprès dans des conditions précises, éventuellement confirmé par sa signature ou par un autre mécanisme de substitution

sanctions dans les sociétés, deuxième édition, Sirey, 1973

¹⁰³⁰ Cette affirmation n'est pas toujours retenue par une partie de la doctrine, qui considère que les deux contrats demeurent distincts : G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1081, page 558

¹⁰³¹ F.-J. CRÉDOT, T. SAMIN, *Révision de la directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2009, n°3, page 45

¹⁰³² C'est-à-dire d'une émission en très grande quantité.

¹⁰³³ C'est par exemple le cas en droit américain. En pratique, le régime de responsabilité et le fonctionnement du dépôt semblent être relativement similaires au régime français. En témoignent les différentes clauses des contrats rédigés, qui ne sont pas sans rappeler les grands principes européens. Ainsi, dans un contrat destiné au management dépositaire pour l'investissement des retraités du secteur public en Californie, on peut voir réapparaître le principe des comptes séparés entre les comptes propres du dépositaire et les actifs détenus au nom du déposant. Les actifs ne doivent pas être mélangés avec les actifs généraux ou les dépôts du dépositaire ou du sous-dépositaire, sauf au moment de la liquidation des transactions en attente de fonds ou d'autres instructions : « The assets are not to be commingled with general assets or deposits of the Custodian or sub-custodians, except for cash awaiting instructions or other dispositions ». California public employees' retirement system statement of investment policy, For custody management, III. Responsibilities, B. 1. b.

équivalent¹⁰³⁴. La Convention d'UNIDROIT reconnaît également cette interdiction¹⁰³⁵ : l'intermédiaire ne peut effectuer d'actions sur le compte de titres que s'il y est autorisé. Dans le cadre d'un débit de titres, c'est le titulaire du compte ou toute personne à laquelle un droit sur les titres est conféré qui peut donner une telle autorisation. Dans la plupart des autres circonstances, ce sera le titulaire du compte ou le droit conventionnel^{1036 1037}.

205. **L'analyse de cette interdiction.** A travers cette caractéristique, le dépôt de titres financiers se rapproche davantage d'un dépôt de droit commun. En effet, cette interdiction circonstanciée faite au dépositaire n'est ni plus ni moins que la retranscription de l'article 1930 du Code civil, qui stipule que le dépositaire ne peut se servir de la chose déposée, sans la permission expresse ou présumée du déposant. Les raisons de cette similitude apparaissent à la lumière de l'article 1932 du Code civil, puisque le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçu, alors que le

¹⁰³⁴ Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive, Article 13, 1.

¹⁰³⁵ Comme en droit français, un certain nombre d'interdictions pèse sur les intermédiaires. L'article 15 de la Convention d'UNIDROIT établit la liste des dispositions non autorisées.

¹⁰³⁶ Il revient au droit conventionnel de préciser les conséquences d'un acte effectué sans autorisation. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 15 : « 1. Un intermédiaire ne peut effectuer un débit de titres à un compte de titre, effectuer ou supprimer une identification ou disposer autrement de titres intermédiés que s'il y est autorisé : a) en ce qui concerne un débit, par le titulaire de compte et, le cas échéant, par la personne à laquelle un droit sur les titres intermédiés a été conféré conformément à l'article 12 ; b) en ce qui concerne une identification, par le titulaire de compte ; c) en ce qui concerne la suppression d'une identification, par le bénéficiaire de l'identification ; d) en ce qui concerne d'autres dispositions, par le titulaire de compte et, le cas échéant, par la personne à laquelle un droit sur les titres intermédiés a été conféré conformément à l'article 12, ou e) par le droit non conventionnel. 2. Le droit non conventionnel et, dans la mesure permise par ce dernier, la convention de compte ou le règles uniformes d'un système de règlement-livraison déterminent les conséquences : d'un débit non autorisé ; de la suppression non autorisée d'une identification ; sous réserve de l'article 18(2), d'une identification non autorisée ; ou de toute autre disposition non autorisée ».

¹⁰³⁷ Si la liste des interdictions formulées par le Convention d'UNIDROIT semble impérative, cette Convention laisse les États membres libres de choisir les sanctions applicables en cas de non respect des obligations qu'elle établit. Serait-il dès lors possible qu'un État n'octroie aucune sanction en cas de non respect de ses indications ? Cette nouvelle faculté laissée aux États n'est-elle pas, d'une certaine manière, une option laissée pour autoriser les intermédiaires à ne pas mettre en œuvre les dispositions de la présente Convention, puisqu'en cas de défaut de mise en œuvre ils n'encourent aucune sanction ?

dépôt des sommes monnayées doit être rendu dans les mêmes espèces qu'il a été fait, soit dans le cas d'augmentation, soit dans le cas de diminution de leur valeur.

206. **L'exclusion du contrat de prêt.** Le dépôt, tel qu'il est conçu par l'article 1930 du Code civil, implique l'interdiction pour le dépositaire d'utiliser la chose déposée, sans l'autorisation expresse ou présumée du déposant propriétaire de cette chose¹⁰³⁸. C'est cette interdiction qui fait toute la différence entre un contrat de dépôt et un contrat de prêt lorsque ces contrats s'appliquent dans la seule matière du droit civil¹⁰³⁹. Cependant, en pratique, le dépositaire de titres financiers, de par sa fonction même qui est de manipuler les actifs au nom du déposant, a le droit d'utiliser ces actifs pendant toute la durée du dépôt : peut-on alors considérer que le dépositaire de titres financiers applique plus un contrat de prêt qu'un contrat de dépôt ? En réalité c'est loin d'être le cas, car la définition qui est faite du prêt et notamment du prêt à usage ou commodat, est celle selon laquelle le prêt permet à l'emprunteur de faire usage de la chose qu'il emprunte selon son bon vouloir, et l'utilité qu'elle lui procure, à charge pour lui de la restituer à la fin de cet usage¹⁰⁴⁰. L'une des parties livre une chose à l'autre pour s'en servir, à la charge par le preneur de la rendre après s'en être servi¹⁰⁴¹. Or en matière de dépositaire de titres financiers, deux aspects se heurtent à cette conception de l'usage du bien confié. D'une part, il ne faut pas oublier que le rôle principal du dépositaire de titres financiers est de conserver les actifs au nom du déposant, c'est-à-dire en pratique à effectuer l'inscription en compte de tout mouvement d'actifs survenant sur le compte du déposant. Il est ainsi évident que le dépositaire n'agit pas selon sa propre initiative, mais selon les ordres donnés. Pour ainsi dire, le dépositaire ne se sert pas véritablement des actifs confiés, mais se contente de les manipuler dans le sens indiqué par le déposant. D'autre part, la notion

¹⁰³⁸ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, page 554

¹⁰³⁹ M. TROPLONG, *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845, §20, page 24 ; C. ATIAS, *Le droit civil*, sixième édition, Que sais-je ?, PUF, 2001, page 7

¹⁰⁴⁰ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, pages 565 et suivantes

¹⁰⁴¹ Article 1875 du Code civil

primordiale demeure l'intérêt de l'investisseur : ainsi, le dépositaire n'agit pas dans son intérêt propre mais dans l'intérêt unique et supérieur de l'investisseur¹⁰⁴². Il est donc à exclure que le dépôt d'OPCVM puisse être rapproché d'un contrat de prêt¹⁰⁴³.

207. **Le paradoxe de la fongibilité ?** Il est intéressant de noter ici que le droit commun observe une dichotomie entre deux catégories de dépôt : les biens fongibles et les biens non fongibles¹⁰⁴⁴. Les biens non fongibles doivent être restitués à l'identique, alors que les biens fongibles doivent être restitués au moins en équivalents de même nature et de même montant¹⁰⁴⁵. De fait, cet article suppose que les titres financiers ne sont pas des biens fongibles¹⁰⁴⁶. Or nous avons pu considérer que les titres financiers sont véritablement des biens fongibles¹⁰⁴⁷, puisqu'en pratique ils peuvent faire l'objet d'une restitution sous forme d'autres titres de même nature et de même montant. Serait-ce alors un paradoxe de reconnaître une telle fongibilité ?

Ou bien, faut-il considérer que ce choix n'a pas vocation à la simple controverse, mais à simplifier la pratique ? En effet, le titre financier est par nature un outil dont la valeur marchande évolue en permanence¹⁰⁴⁸. Il est indéniable que d'un point de vue purement pratique, il est beaucoup plus aisé de retenir que la restitution s'effectue sous forme d'une même quantité d'actions similaires, plutôt que de nécessiter l'évaluation monétaire d'un titre à un moment donné. Cette évaluation poserait beaucoup trop d'interrogations. Comment évaluer ? Selon quel principe ? A quel moment ? C'est peut-

¹⁰⁴² M.-A. BORISSOVA, *L'investisseur face aux réseaux de distribution d'OPCVM*, Strasbourg, 2011, page 56

¹⁰⁴³ M. TROPLONG, *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845, §20, page 24

¹⁰⁴⁴ F. GORE, *Le transfert de propriété dans la vente des choses de genre*, Recueil Dalloz, 1954, page 175 ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109

¹⁰⁴⁵ A. RABUT, *Le droit des bourses de valeurs et des agents de change*, Litec, 1983, §207, page 287

¹⁰⁴⁶ Elle suit par là-même une certaine partie historique de la doctrine. Selon M. de Valon, les titres financiers ne sont pas des biens fongibles en raison de leur numéro, qui les rendent individualisables et identifiables. Ils entrent donc dans la catégorie des biens qui ne peuvent pas faire l'objet d'une utilisation par le dépositaire, sauf si l'autorisation lui en est donnée par le déposant. Voir B. de VALON B, *Le dépôt des titres en banque*, 1913, Toulouse

¹⁰⁴⁷ Voir *supra*

¹⁰⁴⁸ Ce principe est à l'origine-même du processus d'investissement en bourse. Sans variation de valeur, l'intervention sur un marché financier n'a plus lieu d'être.

être faire preuve de raison¹⁰⁴⁹ que de retenir la fongibilité des titres¹⁰⁵⁰.

Sous-Section 2. Un dépositaire sous contrôle

208. **Plan.** En droit commun, le dépositaire ne fait pas l'objet d'un contrôle particulier. Certainement en raison de l'historique contrat entre ami, empreint de confiance envers le cocontractant, sa mission n'est finalement évaluée qu'au moment de la restitution de la chose confiée. Le déposant est alors en mesure de certifier que la chose est bien restituée, et qu'elle n'a subi aucune dégradation. Il pourrait en être de même pour le dépositaire de titres financiers. Or, notamment en raison d'un environnement particulier (§1), ce dernier fait l'objet de plusieurs contrôles inédits (§2).

§1. L'environnement du dépositaire

209. **Le nombre de dépositaires.** Bien que la liste des personnes habilitées à exercer la profession de dépositaire n'ait pas subi de modifications, l'organisation de la profession de dépositaire est en constante mutation. Cette mutation est visible quant au nombre de dépositaires d'une part, et quant aux encours détenus d'autre part. On constate une baisse constante du nombre de professionnels exerçant la fonction de dépositaire en France¹⁰⁵¹. D'après l'AMF, cette diminution constante s'explique par « un phénomène de concentration et de restructuration de cette activité par les établissements de la place »¹⁰⁵².

¹⁰⁴⁹ Ou bien, à nouveau, succomber à la tentation du « moindre effort ».

¹⁰⁵⁰ Voir en ce sens A. LAUDE, *La fongibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 307.

¹⁰⁵¹ Selon une étude de l'AMF, le nombre de dépositaires est en constante diminution. Si en 1992 on en comptait 462, leur nombre tombe à 91 en 2003, et ils ne sont plus que 61 en 2008.

¹⁰⁵² Rapport annuel 2006 de l'AMF, Chapitre IV : Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché, page 178

210. **Un élargissement de la fonction du dépositaire au-delà des OPCVM.** En matière d'OPCVM, les dépositaires travaillent sur un certain volume. En effet, si la fonction de dépositaire est réservée à des établissements de crédit d'importance conséquente, c'est en raison de la densité et du volume des échanges effectués au quotidien par les OPCVM. La pratique parle de « fréquence de valorisation importante ». Cependant, la mission du dépositaire a été étendue au-delà des simples OPCVM : dans les fonds de *private equity*¹⁰⁵³, les mouvements sur les valeurs sont moindres, tant en volume qu'en fréquence, et concernent des valeurs non cotées. Cependant l'AMF a maintenu le dépositaire en fonction : sans sa présence aucun organisme ne prend en charge l'inscription en registre des mouvements de titres sur le compte de ces actifs (la tenue de registre), et aucun tiers à ces fonds n'effectuerait de contrôle sur l'existence réelle de ces titres¹⁰⁵⁴.

¹⁰⁵³ Le *private equity*, aussi appelé capital-investissement, est une activité financière consistant pour un investisseur à entrer au capital de sociétés qui ont besoin de capitaux propres. Le terme de capital-investissement concerne en grande majorité les investissements dans des sociétés non cotées en bourse.

¹⁰⁵⁴ L'exigence de dépositaire n'est pas supportée par certaines SICAV, comme le précise la directive OPCVM de 1985. Cette dernière laisse à chaque État membre le choix d'imposer ou non un dépositaire C'est l'article 14 à partir du 4. qui précise cette option : « 4. Un État membre peut décider que les sociétés d'investissement situées sur son territoire qui commercialisent leurs parts exclusivement par une ou plusieurs bourses de valeurs à la cote officielle desquelles leurs parts sont admises ne sont pas tenues d'avoir un dépositaire au sens de la présente directive. Les articles 34, 37 et 38 ne s'appliquent pas à ces sociétés. Toutefois, les règles d'évaluation des actifs des de ces sociétés doivent être indiquées dans la loi et/ou dans leurs documents constitutifs. 5. Un État membre peut décider que les sociétés d'investissement situées sur son territoire qui commercialisent au moins 80% de leurs parts par une ou plusieurs bourses de valeurs désignées dans les documents constitutifs ne sont pas tenues d'avoir un dépositaire au sens de la présente directive, à condition que ces parts soient admises à la cote officielle des bourses de valeurs des États membres sur le territoire desquels les parts sont commercialisés et à condition que les transactions opérées par la société en dehors de la bourse le soient seulement au cours de la bourse. Les documents constitutifs de la société doivent indiquer la bourse du pays de commercialisation dont la cotation détermine le prix des transactions effectuées, hors bourse, dans ce pays par cette société. L'État membre n'utilise la faculté prévue à l'alinéa précédent que s'il estime que les participants bénéficient d'une protection équivalente à celle dont bénéficient les participants des OPCVM ayant un dépositaire au sens de la présente directive. En particulier, ces sociétés ainsi que celles visées au paragraphe 4 doivent : a) à défaut d'indication dans la loi, indiquer dans leurs documents constitutifs les méthodes de calcul de la valeur d'inventaire nette des parts ; b) intervenir sur le marché pour éviter que la valeur de leurs parts en bourse ne s'écarte de plus de 5% de la valeur d'inventaire nette de ces parts ; c) établir la valeur d'inventaire nette des parts, la communiquer aux autorités compétentes au moins deux fois par semaine et la publier deux fois par mois. Un contrôleur des comptes indépendant doit s'assurer au moins deux fois par mois que le calcul de la valeur des parts est effectué conformément à la loi et les documents constitutifs de la société. À cette occasion, le

211. **La concentration des dépositaires.** Le corollaire de cette diminution du nombre de dépositaires est la concentration du nombre d'actifs détenus dans un nombre de plus en plus limité et sélectif de dépositaires. En 2006, 25% des dépositaires détenaient 93,5% de l'actif net déposé¹⁰⁵⁵. En 2008, 25% des dépositaires détient 95,1% des actifs nets¹⁰⁵⁶. L'AMF explique cette concentration par les obligations de maîtrise des risques opérationnels afférents à la fonction dépositaire¹⁰⁵⁷, complexifiées par l'évolution des techniques de gestion mises en œuvre par les OPCVM, qui nécessitent des moyens de contrôle importants¹⁰⁵⁸. En définitive, la concentration de l'activité de dépositaire auprès de quelques professionnels est donc un impératif dû à la lourdeur du système de contrôle inhérent à cette fonction, ce qui justifie le nombre peu important des établissements assurant cette fonction.

§2. Un double contrôle

212. **Le contrôle du dépositaire.** Le dépositaire est soumis à un contrôle public et se doit de présenter des garanties financières et professionnelles

contrôleur doit vérifier que les actifs de la société sont investis selon les règles prévues par la loi et les documents constitutifs. 6. Les États membres communiquent à la Commission l'identité des sociétés qui bénéficient des dérogations prévues aux paragraphes 4 et 5. La Commission fait rapport au comité de contact, dans les cinq années suivant la date de mise en application de la présente directive, sur l'application des paragraphes 4 et 5. Après avis du comité de contact, elle propose, en tant que de besoin, les mesures appropriées ». Article 14, Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

¹⁰⁵⁵ En 2006, l'AMF proposait une étude de la répartition des dépositaires par quartile et par proportion de fonds détenus. Le premier quartile des dépositaires détient à lui seul 93,5% des actifs nets. Une telle concentration n'est pas sans induire un certain monopole de certains dépositaires sur le marché.

¹⁰⁵⁶ En 2008, le premier quartile des dépositaires détient à lui seul 95,1% de l'actif net, ce qui, en comparaison avec le cas précédent, traduit une augmentation du monopole de ce premier quartile.

¹⁰⁵⁷ C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indicielle face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciels actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 124

¹⁰⁵⁸ Rapport annuel 2008 de l'AMF, Chapitre IV : Les prestataires de services, les produits d'épargne et les infrastructures de marché, page 163

suffisantes pour assurer qu'il exerce les activités qui lui incombent et qu'il fait face à ses engagements¹⁰⁵⁹. Il s'agit d'un certain nombre d'exigences spécifiques à la fonction de dépositaire de titres financiers¹⁰⁶⁰. Cet impératif de contrôle du dépositaire par les autorités nationales marque bien l'importance de cet acteur concernant la protection des investisseurs et de leurs intérêts¹⁰⁶¹. Il fait cependant l'objet de vives critiques : si le dépositaire opère par lui-même des contrôles¹⁰⁶², son propre contrôle est souvent considéré comme superficiel ou lacunaire. Bien que le dépositaire soit un établissement soumis à un contrôle public, il ne doit pas nécessairement être soumis à une véritable surveillance prudentielle : en particulier, aucune obligation de déclaration aux autorités compétentes ne lui est imposée¹⁰⁶³. Pour contrecarrer cette critique, le contrôle porte sur une multitude de supports.

213. **Le cahier des charges.** L'AMF se réserve un droit de contrôle quasi permanent sur l'activité du dépositaire¹⁰⁶⁴. En effet, à travers l'obligation de tenir un cahier des charges pour le dépositaire, et de le mettre à disposition de l'AMF¹⁰⁶⁵, cette

¹⁰⁵⁹ F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998, page 48

¹⁰⁶⁰ F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *op. cit.*, page 48 ; Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 8 : « Le dépositaire doit être un établissement soumis à un contrôle public. Il doit présenter des garanties financières et professionnelles suffisantes pour être en mesure d'exercer de façon effective les activités qui lui incombent en raison de sa fonction de dépositaire et pour faire face aux engagements qui résultent de l'exercice de cette fonction ». Voir également l'article 15 concernant la SICAV

¹⁰⁶¹ E. SIDOT, *Droit communautaire et OPCVM*, 2003, Lille, page 146 : « l'exigence de garanties financières et professionnelles suffisantes a pour but d'éviter que la société dépositaire soit une société coquille. Toutefois, cela n'interdit pas au dépositaire de déléguer à un autre établissement tout ou partie de ses fonctions ».

¹⁰⁶² Voir *infra*

¹⁰⁶³ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004

¹⁰⁶⁴ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, §301, page 131

¹⁰⁶⁵ L'AMF impose aux dépositaires de tout mettre en œuvre pour faciliter la communication entre eux, et permettre un contrôle des plus efficace et une transparence accrue. D'une part, l'article 323-7 du Règlement Général de l'AMF exige des moyens humains et informatiques adéquates à l'activité de dépositaire exercée, en mettant l'accent sur l'importance des dispositifs de conformité et de contrôle interne. D'autre part, pour faciliter les compte-rendus établis sur l'activité du dépositaire, et permettre à l'AMF d'avoir un interlocuteur unique pour chaque dépositaire, l'article 323-8 du Règlement Général impose que chaque dépositaire désigne un responsable personne physique, et transmette l'identité de cette personne à l'AMF. Ces mesures ont véritablement pour mission de rendre le contrôle de l'AMF

dernière peut contrôler le mode de fonctionnement du dépositaire et la mise en œuvre de son activité, en vertu de l'article 323-6 du Règlement Général de l'AMF¹⁰⁶⁶. Il s'agit donc en pratique d'un cahier des charges complet¹⁰⁶⁷, retraçant l'organisation interne du dépositaire, ainsi que ses relations avec l'OPCVM et avec ses délégués éventuels¹⁰⁶⁸. Un article de la revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers, bien qu'assez ancien, apporte certaines précisions quant aux attentes réelles de l'AMF sur le contenu de ce cahier des charges¹⁰⁶⁹. En effet, une étude menée par la Commission des Opérations de Bourse (COB)¹⁰⁷⁰ en 2002 et 2003 sur les différents cahiers de charges des dépositaires, avait relevé que ceux-ci étaient satisfaisants lorsqu'ils contenaient des annexes matérialisant les contrôles décrits (en particulier, lors de l'existence de paragraphes spécifiques sur l'encadrement de la multigestion alternative ou l'utilisation des dérivés de crédit, lorsque ceci s'applique le cas échéant) et dans lesquels la présentation des équipes et des systèmes informatiques y était clairement exposée¹⁰⁷¹. En revanche, les cahiers des charges ne décrivant que de manière lacunaire les procédures de contrôle du dépositaire, ou ne constituant qu'en une copie de l'instruction de novembre 2003 étaient jugées insuffisantes¹⁰⁷².

plus efficace et plus transparent.

¹⁰⁶⁶ « Le dépositaire établit un cahier des charges qui précise les conditions dans lesquelles il exerce son activité. Ce cahier des charges est tenu à la disposition de l'AMF ».

¹⁰⁶⁷ En ce qui concerne le contenu de ce cahier des charges, il est défini par l'instruction de novembre 1993 relative aux missions et moyens du dépositaire d'OPCVM. Dans la partie « Contrôle de la Commission des Opérations de Bourse », le I sur la présentation du dépositaire d'OPCVM donne les indications suivantes : « Il tient en permanence à la disposition de la COB un cahier des charges détaillé comprenant : le document d'organisation conforme aux dispositions de la présente instruction (cf. Organisation et moyens – I – 2 alinéa 3) ; les conventions liant le dépositaire aux sociétés de gestion ou aux SICAV ; le cas échéant, la convention de délégation détaillant d'une part, les tâches déléguées et d'autre part, le mode de contrôle du déléguant ».

¹⁰⁶⁸ J.-P. BORNET, H. de VAUPLANE, *Le cahier des charges des affiliés à la Sicovam*, Bull. Joly Bourse, 1995, page 5

¹⁰⁶⁹ La fonction dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n°11, février 2005

¹⁰⁷⁰ La Commission des Opérations de Bourse, créée en 1967, était un organisme chargé de formuler des avis ou prendre des décisions concernant certaines questions de Bourse et Marchés financiers. En 2003, elle a fait l'objet d'une fusion avec le Conseil des Marchés financiers (CMF) pour devenir l'Autorité des Marchés Financiers. Cette fusion a été opérée principalement pour améliorer l'efficacité d'une telle institution. Voir P.-H. CONAC, *La fusion de la COB et du CMF*, in *Mélanges AEDBF-France III*, La Revue Banque édition, 2001, pages 59 et suivantes

¹⁰⁷¹ Voir F. STASIAK, *Droit pénal des affaires*, deuxième édition, LGDJ, 2009, pages 57 et suivantes

¹⁰⁷² De fait, l'AMF prononce une liste d'écueil à éviter: « Les principales insuffisances relevées sont: l'absence d'information sur le contrôle du passif de l'OPCVM ; l'absence de contrôle des délégués ;

214. **Le contrôle par le contrôleur légal des comptes.** Si l'AMF contrôle de manière globale l'activité du dépositaire, le contrôleur légal des comptes concentre sa surveillance sur le contenu des livres ouverts chez le dépositaire au nom du titulaire du compte, comme l'indique le premier alinéa de l'article 323-10 du Règlement Général de l'AMF¹⁰⁷³. Le contenu du contrôle effectué par le contrôleur légal des comptes réside dans une attestation faite par le dépositaire, portant tant sur la nature et l'existence que sur l'affectation des actifs confiés au dépositaire¹⁰⁷⁴. L'attestation est transmise non seulement au contrôleur légal des comptes, mais aussi à l'OPCVM¹⁰⁷⁵. De fait, cette attestation a une double vocation : non seulement elle est le support du contrôle effectué par le contrôleur légal des comptes, mais une fois agréée par ce dernier, elle a la fonction d'état périodique pour l'OPCVM.

Fort heureusement, l'ensemble de ces contrôles se trouve facilité par le fait que le dépositaire est nécessairement un intervenant de droit national. Il existe en la matière un principe de territorialité.

la non-exhaustivité des contrôles des ratios réglementaires ; l'absence de contrôle des contrats de gré à gré, de l'actif net minimum, de l'établissement de la valeur liquidative ; l'absence d'information sur la périodicité des contrôles ; l'absence d'information sur la ségrégation des comptes ».

¹⁰⁷³ « Le contrôleur légal des comptes du dépositaire remplit une mission particulière annuelle portant sur le contrôle des comptes ouverts au nom des OPC dans les livres du dépositaire ».

¹⁰⁷⁴ « Dans un délai de sept semaines à compter de la clôture de chaque exercice de l'OPC, le dépositaire atteste : 1° De l'existence des actifs dont il assure la tenue de compte conservation ; 2° Des positions des autres actifs figurant dans l'inventaire qu'il produit et qu'il conserve dans les conditions à l'article 323-2 ». Voir également P. GUILHAUMAUD, *La responsabilité civile des dépositaires d'OPCVM*, Banque et Droit, 1992, page 155

¹⁰⁷⁵ « Le dépositaire adresse, selon les modalités mentionnées au 8° de l'article 323-11, cette attestation à la société de gestion. Cette attestation annuelle tient lieu d'état périodique mentionné au dernier alinéa de l'article 322-5 ».

Sous-Section 3. Le principe de territorialité et le passeport européen

215. **Plan.** Le dépositaire de titres financiers possède une autre particularité de taille par rapport au dépositaire de droit commun, c'est celle d'être soumis à des règles territoriales très strictes. Le droit français énonce un principe de territorialité assez restrictif (§1), qui pourrait faire l'objet d'un certain assouplissement avec l'entrée en vigueur éventuelle d'un passeport européen (§2).

§1. Le principe de territorialité

216. **Le principe de territorialité.** Le dépositaire doit avoir son siège statutaire ou être établi (s'il a son siège statutaire dans un autre État membre) dans l'État membre où la société de gestion a son siège statutaire en application des articles 8 1. et 15 1.¹⁰⁷⁶ de la directive de 1985. Il convient ici de considérer que le dépositaire doit posséder un établissement stable et durable par le biais d'une succursale ou d'un bureau¹⁰⁷⁷. La directive ne vise pas les filiales dont le siège se trouve dans un autre État membre, car elles constituent des entités juridiques à part entière et disposent de leur propre siège social¹⁰⁷⁸. Cette exigence de territorialité identique pour le dépositaire et

¹⁰⁷⁶ Directive 85/611/CEE *op. cit.*, Articles 8 1. et 15 1. : « Le dépositaire doit soit avoir son siège statutaire dans l'État membre où la société de gestion a son siège statutaire, soit y être établi s'il a son siège statutaire dans un autre État membre ».

¹⁰⁷⁷ ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029

¹⁰⁷⁸ La directive AIFM en matière de FIA renvoie directement à cette nécessité de similarité des règles applicables entre les différents pays membres accueillant des dépositaire. Elle rappelle dès ses premiers considérants que le dépositaire doit avoir son siège statutaire ou une succursale dans le même pays que le fonds alternatif. Pour les fonds alternatifs de pays tiers, le dépositaire ne peut être établi dans ce pays tiers que si certaines conditions supplémentaires sont remplies. Mais elle prévoit aussi une garantie de réglementations aux effets identiques dans tous les pays : « Sur la base des critères énoncés dans les actes délégués, la Commission doit être habilitée à adopter des mesures d'exécution indiquant que la réglementation et la surveillance prudentielles du pays tiers produisent les mêmes effets que les dispositions du droit de l'Union et sont effectivement appliquées ». (Directive 2011/61/UE du Parlement

pour la société de gestion découle à nouveau d'un objectif de protection de l'investisseur¹⁰⁷⁹. L'objectif recherché est de conserver un « rapport constant » entre la société de gestion et son dépositaire¹⁰⁸⁰. L'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 a ajouté l'obligation pour le dépositaire d'avoir son siège social en France ou d'y être établi¹⁰⁸¹. Le dépositaire peut donc n'avoir implanté qu'une succursale dans l'État de domiciliation de l'OPCVM¹⁰⁸².

217. **La raison du principe.** Reconnaître en la matière un principe de libre prestation de service reviendrait à posséder une société de gestion et un dépositaire dans deux États membres différents, et par conséquent soumis à deux systèmes juridiques différents. Certains auteurs estiment qu'imposer à un État membre l'établissement unique permettait au législateur communautaire d'instaurer un système juridique unique pour les deux acteurs, et ainsi d'assurer un plus haut niveau de protection de l'épargne publique¹⁰⁸³. L'exigence de territorialité est encore aujourd'hui en contradiction avec le principe de la libre prestation de service édictée par le traité de Rome, et elle ne semble pas être remise en cause, comme en témoigne la récente directive OPCVM IV qui n'a pas étendue le passeport européen aux dépositaire d'OPCVM¹⁰⁸⁴.

Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 quinquies)

¹⁰⁷⁹ Commission des Opérations de Bourse, *Les modes de détention des valeurs mobilières étrangères par le public aux États-Unis*, Bull. COB, juillet-août 1993, n°271, Supplément « études » n°73, page 83

¹⁰⁸⁰ E. SIDOT, *Droit communautaire et OPCVM*, 2003, Lille, page 144 : « En effet, comment assurer une protection de l'investisseur et de l'épargne publique, objectif prioritaire du législateur communautaire, s'il n'y a pas d'unicité du droit applicable à la société de gestion ou d'investissement et à son dépositaire et si cette séparation territoriale ne permet pas au dépositaire d'être en rapport constant avec la société de gestion ou d'investissement pour exercer son contrôle ».

¹⁰⁸¹ Article L214-10-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier

¹⁰⁸² I. RIASSETTO, *L'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 et les dépositaires d'OPCVM*, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, septembre-octobre 2011, §178, page 50 : la solution s'inspire directement des articles 23, paragraphes 1 et 22, paragraphe de la directive OPCVM IV qui imposent aux OPCVM et à leur dépositaire d'être établis dans le même État.

¹⁰⁸³ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, *Revue Banque Edition*, 2014, page 118

¹⁰⁸⁴ Voir *infra*

§2. Le passeport européen

218. **Introduction.** Pour pallier l'exigence contraignante de deux dépositaires dans le cas d'une situation internationale, la suggestion avait été faite d'introduire un passeport européen pour les dépositaires. Comme pour les sociétés de gestion¹⁰⁸⁵, il aurait permis aux dépositaires d'exercer dans l'Union Européenne sans l'intermédiaire d'un dépositaire dans le pays de domiciliation de la société de gestion¹⁰⁸⁶. Le livre blanc de 2006 avait vocation à donner corps au passeport européen et à élargir son domaine, non plus seulement aux organismes de placement collectifs, mais également aux fonds contractuels¹⁰⁸⁷. Les réactions à ce livre ont été multiples : certains ont pu arguer que si l'OPCVM et le dépositaire n'étaient pas implantés dans le même pays, la surveillance et le contrôle visant à la protection de l'investisseur serait plus difficilement applicables car divisés entre le dépositaire et la société de gestion¹⁰⁸⁸. Cependant, d'autres auteurs considèrent cette critique comme relative : la future directive pourrait départager clairement leurs champs de compétence et une bonne coopération entre autorités éviterait la plupart du temps des failles dans la surveillance¹⁰⁸⁹. Une solution alternative permettrait à l'autorité du siège de l'OPCVM de donner directement des instructions à la société de gestion installée dans un autre État membre¹⁰⁹⁰.

219. Un passeport européen refusé au dépositaire d'OPCVM.

Cependant, la Commission, dans une communication de 2004, déplorait le fait qu'en

¹⁰⁸⁵ La directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002 dite directive Gestion permet aux sociétés de gestion de développer leurs activités sur les territoires d'autres États membres. Cependant, en pratique, l'option fournie par cette directive reste très peu utilisée, car ses modalités d'exercice demeurent floues et incertaines, ce qui décourage de nombreuses sociétés.

¹⁰⁸⁶ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 118

¹⁰⁸⁷ Commission des Communautés Européennes, Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique de fonds d'investissement, SEC(2006)1451 et SEC(2006)1452

¹⁰⁸⁸ T. CREMERS, *La localisation d'un compte d'instruments financiers*, Banque & Droit, mai-juin 2008, page 11

¹⁰⁸⁹ A. PRŮM., *Controverses autour du passeport européen des sociétés de gestion d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2007, page 1

¹⁰⁹⁰ A. PRŮM., *op. cit.*, page 1

pratique, les dépositaires ne bénéficient pas d'un droit d'établissement à part entière : « La création de succursales transfrontalières ne bénéficie pas du « passeport européen » fondé sur l'agrément délivré dans l'État membre d'origine du dépositaire : ces succursales sont en effet systématiquement soumises à l'approbation et au contrôle de l'État membre d'origine de l'OPCVM »¹⁰⁹¹. Le principe du passeport européen n'existe pas actuellement pour les dépositaires, puisque ne s'appliquent pas à eux les règles relatives aux sociétés de gestion¹⁰⁹². En outre, le faible nombre des institutions étrangères agréées traduit une réticence des autorités nationales à composer avec un système juridique et prudentiel étranger dans le secteur des dépositaires, où aucune coopération prudentielle n'est organisée¹⁰⁹³. *A priori*, on attendait beaucoup de la directive OPCVM IV¹⁰⁹⁴, qui n'a pas octroyé au dépositaire un passeport similaire à celui en vigueur pour la société de gestion. Certains auteurs ont pu regretter l'absence d'avancée dans ce domaine, et constater que « derrière ces positions, ce ne sont que des intérêts nationaux qui s'affrontent. Espérons que les investisseurs n'en paieront pas en définitive le prix »¹⁰⁹⁵.

220. **Un passeport toujours en débat.** Il est cependant heureux que la question du passeport européen reste débattue. Il n'est ni la priorité ni l'urgence, mais ne disparaît pas pour autant des perspectives d'une éventuelle harmonisation. Les investisseurs sont majoritairement en faveur de ce passeport étendu au dépositaire, mais donnent la priorité à l'harmonisation des règles et devoirs de ce dernier. Il apparaît alors que la possibilité d'un tel passeport ne puisse être sérieusement envisagée qu'après la mise en œuvre de la directive OPCVM V et de la directive AIFM, puisque ces deux directives harmonisent les règles en matière d'entités éligibles pour être dépositaires, et

¹⁰⁹¹ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004

¹⁰⁹² A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 118

¹⁰⁹³ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004

¹⁰⁹⁴ F. BUSSIERE, *Banque & Droit*, novembre-décembre 2009, n° 128, page 56

¹⁰⁹⁵ A. PRŪM., *Controverses autour du passeport européen des sociétés de gestion d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2007, page 1

d'obligations de garde et de fonction de surveillance pour les FIA¹⁰⁹⁶. Ce passeport européen est appelé des vœux de plusieurs auteurs, qui espèrent que la question sera évoquée lors de l'élaboration de la directive OPCVM VI¹⁰⁹⁷. Car pour eux, même si le passeport européen pour les dépositaires n'est pas une priorité et nécessiterait de nombreux ajustements pour entrer en vigueur¹⁰⁹⁸, il demeure une étape clef dans l'harmonisation des règles européennes : si les directives AIFM et OPCVM V harmonisent déjà certains domaines clefs¹⁰⁹⁹, l'introduction d'un passeport dépositaire serait perçu comme une étape remarquable voire l'apogée du processus d'harmonisation

1100

¹⁰⁹⁶ C. MULLER, C. BRAUNSTEIN, *UCITS VI : In practise*, Journal of Securities Operations & Custody, October 2013, Volume 6 Number 3, page 224 : « UCITS depositaries do not benefit from the European passport because they are required to have their registered office or be established in the home member state of the UCITS. In the past, the question of whether depositaries should have a passport or not was discussed in the fund industry. Stakeholders seemed to welcome the idea but considered that harmonisation of depositary rules and requirements should be given priority. A depositary passport can only be introduced after implementation of both UCITS V and the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), which would harmonise the rules governing entities eligible to act as depositaries, the definition of safekeeping duties and oversight functions for UCITS and alternative investment funds (AIFs) ».

¹⁰⁹⁷ F. BUSSIERE, *La délégation de fonction de dépositaire dans le cadre des directives OPCVM et AIFM*, Revue Internationale des Services Financiers, 2014/01, page 54

¹⁰⁹⁸ Mme Anne Landier-Juglar estime que certaines mises au point sont indispensables avant d'envisager un passeport européen pour le dépositaire : « Toutefois, compte tenu de certains points qui paraissent hors normes et d'autres qui paraissent encore oubliés, on peut se demander s'il ne conviendrait pas de vérifier auparavant l'adéquation de ce « nouveau » dépositaire à un terrain plus international et plus compétitif et où des prises de risques mal valorisés pourraient *in fine* s'avérer participer à un risque systémique ». A. LANDIER-JUGLAR, *Le rôle indispensable sinon surdimensionné du dépositaire*, Revue Banque, novembre 2012, n° 753, page 70

¹⁰⁹⁹ Dans sa réponse à la consultation de la Commission Européenne, le European Trustee & Depositary Forum consacre un long paragraphe au passeport européen et à ses conséquences envers les dépositaires d'OPCVM. Il considère qu'un tel passeport pourrait être perçu négativement en ce qui concerne la protection des investisseurs, puisque les services et contrôles attachés au fonds ne seraient plus mis en œuvre dans le droit du fonds en question. Il suggère alors que si un tel dépositaire devait voir le jour, sa création supposerait une harmonisation préalable des organes de supervisions pour assurer une protection optimale des investisseurs : European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, I. B. Supervisory duties : « The UCITS IV directive already introduced the concept of a European passport for Management Companies, which in essence could lead to a situation where the Depositary Banks could be the only « local » representative in the domicile of the Fund. Extending the EU passport to the Depositary function could be negatively perceived from an investor protection perspective, as all the services and control functions attached to the Fund could actually be performed outside the domicile of the fund. Notwithstanding this, should the Commission deem it desirable to create an EU passport for Depositaries, a further harmonisation at the Supervisory body level appears to be a prerequisite in order to ensure that both supervision and investor recourse rights are equivalent across Europe ».

¹¹⁰⁰ European Commission, (26 juillet 2012), Consultation Document, Undertakings for Collective

221. **Un passeport européen transitoire.** La directive AIFM anticipe quelque peu la création de ce passeport européen des dépositaires, en considérant, dans son article 61, que de nombreux gestionnaires établis dans l'Union gèrent actuellement des FIA de pays tiers¹¹⁰¹. Elle suggère alors d'autoriser les gestionnaires agréés établis dans l'Union à gérer des FIA des pays tiers sans commercialisation dans l'Union, sans leur imposer les strictes exigences relatives aux dépositaires ni les exigences relatives au rapport annuel visées dans la directive, puisque ces exigences ont été introduites pour protéger les investisseurs de l'Union¹¹⁰². L'Investment Company Institute en déduit qu'un passeport transitoire existe déjà pour les dépositaires de FIA¹¹⁰³. Mais une telle anticipation ne s'applique que pour une durée déterminée et pour une catégorie de dépositaires particuliers. Elle ne peut en aucun cas être étendue aux OPCVM coordonnés en toutes circonstances. Et là encore, pour l'instant, le droit européen ne tranche pas¹¹⁰⁴.

222. **Conclusion.** En ce qui concerne la personne du dépositaire, elle est finalement assez proche du protagoniste de droit commun¹¹⁰⁵. Certes, certaines

Investment in Transferable Securities (UCITS), Bruxelles, page 11 : « The AIFMD and the proposal on UCITS V aim to harmonize the rules governing entities eligible to act as depositaries, the definition of safekeeping duties and oversight functions, the depositary's liability, and the conditions for delegation of the custody function. The introduction of a depositary passport is sometimes seen as the capstone to this wide-ranging harmonisation ».

¹¹⁰¹ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 88

¹¹⁰² Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs AIFM, article 61

¹¹⁰³ Investment Company Institute Global, Comment Letter on Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds and Long-term investments in the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Bruxelles, 18 octobre 2012, page 15 : « We note that the obligations concerning the rôle and liability of UCITS' depositaries remain the subject of the Commission's UCITS V proposal that is currently subject of negotiation and as such the outcome of which remains unclear. We also note that in the context of the AIFMD, a transitional depositary passport already exists until 22 July 2017 for EU registered credit institutions acting as depositaries subject to the full application of the other depositary provisions under the Directive ».

¹¹⁰⁴ La question n'est pas encore suffisamment aboutie pour apparaître dans les manuels sur la question, par exemple P.-E. PARTSCH, *Droit bancaire et financier européen*, Larquier, 2009

¹¹⁰⁵ J. FERRONIERE, E. de CHILLAZ, *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz, 1980 ; M. de

spécificités ont émergé de la pratique financière, et il est soumis à une clause de territorialité assez stricte pour le moment¹¹⁰⁶. Mais le mode de sélection du dépositaire s'effectue toujours sur un certain critère de confiance dans les qualités professionnelles de cet intermédiaire, et il possède en toutes circonstances l'interdiction d'utiliser les titres à des fins propres, sans l'autorisation du déposant. De ce point de vue, il est parfaitement ancré dans une base de droit commun.

Section 2. Les obligations du dépositaire

223. **Plan.** Nous avons vu précédemment que le dépositaire possède une mission de tenue de compte conservation. Elle demeure son activité principale, et a déjà fait l'objet de développements, qu'il nous semble inutile de rappeler. Les obligations émanant du contrat de dépôt, de la garde et de la restitution de la chose déposée sont les obligations principales du dépositaire. Cependant, la jurisprudence a très tôt ajouté à celle-ci des obligations qualifiées d'accessoires : en effet, un arrêt du 9 janvier 1990 indique que « la banque, simple dépositaire de titres, assume, en vertu des usages, les obligations accessoires au contrat, inhérentes à la détention de ces titres, aux droits qui y sont rattachés et à leur restitution »¹¹⁰⁷. Par conséquent, le dépositaire s'est vu attribuer des missions d'un genre nouveau¹¹⁰⁸. La nature des obligations accessoires du dépositaire est extrêmement variée. On peut citer par exemple le détachement des coupons¹¹⁰⁹ et la

JUGLART, B. IPPOLITO, *Traité de droit commercial, Tome 7 Banque et bourses*, troisième édition par L. M. MARTIN, Montchrestien, 1991

¹¹⁰⁶ Voir en ce sens T. CREMERS, *La localisation d'un compte d'instruments financiers*, Banque & Droit, mai-juin 2008, page 11

¹¹⁰⁷ Cass. Com., n° 1990-700002, 9 janvier 1990

¹¹⁰⁸ J. LE CALVEZ, *Les formes des valeurs mobilières*, Juris Classeur, 1985, fascicule 112.20

¹¹⁰⁹ Il s'agit d'une obligation commune à toutes les conceptions, puisqu'on en retrouve trace en droit américain : « All sub-custodians and agents appointed by the primary Custodian to hold assets outside the United States must comply with the responsibilities of the Custodian listed in Section III.B. Of this Policy and with the standards listed below for eligible foreign custodians ». California public employees' retirement system statement of investment policy, For custody management, III.

perception des dividendes¹¹¹⁰. Les obligations qui nous intéressent ici sont celles qui ne sont pas directement issues de la mission de tenue de compte conservatoire, mais que le dépositaire effectue tout de même au titre de son activité de dépôt. Elles sont de deux ordres : une obligation de contrôle (Sous-Section 1), et une obligation d'information (Sous-Section 2).

Sous-Section 1. La mission de contrôle

224. **Introduction.** Le dépositaire de titres financiers possède une mission globale de protection de l'investisseur¹¹¹¹, qui justifie l'adjonction de nouvelles missions. Une communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen rappelait en 2004 que les OPCVM sont en moyenne, le véhicule de placement le plus utilisé par les ménages européens¹¹¹². A ce titre, le dépositaire d'OPCVM joue un rôle particulier dans la protection des investisseurs¹¹¹³. En vertu du Règlement général de l'AMF¹¹¹⁴, ce rôle de protection peut prendre plusieurs formes : non seulement l'action

Responsibilities, B. 5.

¹¹¹⁰ A. C. MULLER, *Responsabilité du teneur de compte titres*, Revue de droit bancaire et financier, mai-juin 2008, §92, page 52. Mais il s'agit d'une obligation universelle, que l'on retrouve par exemple en droit américain : « The Custodian shall collect, on behalf of CalPERS, income, interest, dividends, refunds, and other proceeds accruing to securities of CalPERS, except for securities loaned by third parties ». California public employees' retirement system statement of investment policy, For custody management, III. Responsibilities, B. 1. g.

¹¹¹¹ La question de la protection de l'investisseur est une question récurrente, et un objectif général qui tend à devenir de plus en plus prégnant dans la sphère financière. Depuis quelques années, cette tendance se retrouve dans tous les aspects, voir par exemple A. PIETRANCOSTA, *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n°5, septembre 2004, dossier 100068, page 373

¹¹¹² Voir P. CATALA, *La transformation du patrimoine en droit civil moderne*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1966, page 185

¹¹¹³ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004

¹¹¹⁴ Article L. 214-118 du Code monétaire et financier, en matière de Fonds commun de placements immobiliers : « I. Le dépositaire a pour mission :

1° La conservation et le contrôle de l'inventaire des actifs de l'organisme de placement collectif immobilier à l'exclusion des actifs mentionnés au a du I de l'article L. 214-92 et des créances d'exploitation ;

2° Le contrôle de l'inventaire des actifs de l'organisme de placement collectif immobilier mentionnés au

dans l'intérêt de l'investisseur¹¹¹⁵, une information accrue, mais aussi entre autres la responsabilité engagée en cas de défaillance de certains autres acteurs¹¹¹⁶. Ce rôle de protection de l'investisseur justifie le principe général prescrit par la directive OPCVM, selon lequel le dépositaire se doit d'agir dans tous les cas de façon indépendante et exclusivement dans l'intérêt des participants¹¹¹⁷. Le dépositaire est l'une des pierres angulaires de la protection de l'investisseur¹¹¹⁸, et ce en particulier à travers la mission de contrôle des actes de gestions¹¹¹⁹. L'activité de dépositaire est exercée avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts de l'OPCVM du porteur de

a du I de l'article L. 214-92 et des créances d'exploitation ;

3° De s'assurer de la régularité des décisions de la société de placement à prépondérance immobilière à capital variable et de la société de gestion.

L'étendue et les modalités d'accomplissement des missions du dépositaire sont définies dans le règlement générale de l'Autorité des marchés financiers.

II. Le dépositaire assure également pour le compte de l'ensemble des porteurs de parts, le cas échéant, le paiement, dans les conditions prévues par le code général des impôts, de l'impôt sur les plus-values immobilières réalisées directement ou indirectement par le fonds de placement immobilier ».

¹¹¹⁵ Cette obligation se retrouve également en droit américain. Dans les missions de ce dépositaire, on retrouve la notion clef de « safekeeping ». Il faut cependant noter que dans un premier temps, ces missions ne recouvrent pas la surveillance du Prime Broker comme en droit européen. Voir en ce sens J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, page 47. Cette différence a pu laisser penser que le dépositaire européen assurait un meilleur degré de protection de l'investisseur. En réalité, la pratique impose à ces dépositaires de se comporter comme des « independent watchdogs » (avertisseurs indépendant) gardant les intérêts des investisseurs. Ils possèdent un devoir de surveillance sur l'intégralité du processus, sont tenus à la publication d'un rapport de la nature et de la qualité des prestations du Prime Broker, et sont responsables de la détection des conflits potentiels entre les stratégies financières du Prime Broker et l'intérêt des investisseurs. Voir sur ce point particulier C.-P. BUTTIGIEG, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS : A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition*, University of Sussex, mars 2014, pages 74-75 : « The duties of the custodian in terms of the ICA 1940 are limited to safekeeping, including the reconciliation of the assets of the scheme, and do not extend to the monitoring of the investment advisor as in the case of the depositary of UCITS. In first instance this may suggest that the UCITS Directive affords a higher degree of protection to the investor when compared to the ICA 1940. Nonetheless, an examination of the role of independent directors of a fund registered under the ICA 1940 suggests otherwise, as these directors are specifically required to act as 'independent watchdogs' guarding the interests of investors. The directors are required to monitor the overall management of the scheme, perform a robust review of, among other things, the nature and quality of the services provided by the adviser, and are responsible for policing operational conflicts between the interests of the investors and that of the investment adviser ».

¹¹¹⁶ Voir *infra*

¹¹¹⁷ Ce principe semble également être la conséquence immédiate de la formulation des articles 7 I. et 14 I. de la directive OPCVM : « La garde des actifs du fonds commun de placement doit être confiée à un dépositaire » et « la garde des actifs d'une société d'investissement doit être confiée à un dépositaire ».

¹¹¹⁸ Il s'agit d'une mission ancienne. Voir en ce sens J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9 : « Dans le secteur de la gestion, le souci prédominant de l'autorité de régulation est de protéger l'investisseur, dans un

parts ou de l'actionnaire et de l'intégrité du marché. Le dépositaire d'OPCVM s'efforce d'éviter les conflits d'intérêts¹¹²⁰ et, lorsque ces derniers ne peuvent être évités, veille à ce que ses clients soient traités équitablement¹¹²¹.

225. **Plan.** L'obligation de contrôle est une différence majeure entre la conception civiliste du dépôt et le dépôt d'OPCVM. En effet ici, le dépositaire oriente ce contrôle sur les actes de gestion de l'OPCVM, il effectue donc une surveillance de son propre déposant et de ses actions. Cette mission est capitale dans la compréhension des

esprit quasiment consumériste. Il ne se limite pas à garantir la stabilité financière des opérateurs dans une optique prudentielle, contrairement à la régulation des banques et des assurances, ni à faire respecter l'intégrité des marchés ou l'égalité des intervenants en terme d'information. Ce souci dominant est lié à une double conviction la première est que la qualité des produits, de l'information et de la protection de l'investisseur est une condition absolument nécessaire au développement du marché de la gestion, la seconde est que le développement de ce marché est une composante essentielle de la croissance de notre économie et des services financiers ».

¹¹¹⁹ Cette mission de protection de l'investisseur est désormais indissociable de tout acte commercial. Voir en ce sens J. SCHMIDT-SZALEWSKI, *Droit des contrats*, Jurisprudence française, Litec, 1989, page 75

¹¹²⁰ Décision de la Commission des sanctions de l'AMF à l'égard de la société Agilis Gestion, 15 mai 2008. L'exemple était donné dans une décision de la Commission des sanctions du 15 mai 2008, où une société de gestion avait recouru presque exclusivement à un seul dépositaire en échange de certains avantages, de sorte qu'il existait un conflit d'intérêt au sein du dépositaire : « Considérant, en second lieu, qu'il ressort des pièces du dossier que la société AGILIS GESTION a recouru très majoritairement à la société CM-CIC SECURITIES – alors que la convention la liant à cet intermédiaire, d'une part, prévoyait une commission partagée plus importante que celle pratiquée avec d'autres intermédiaires, d'autre part, assurait à AGILIS GESTION la mise à disposition gratuite de trois écrans Bloomberg par CM-CIC SECURITIES sous réserve que le montant cumulé des commissions perçues par cet intermédiaire atteigne un certain seuil ». La Commission des sanctions constate le conflit d'intérêt, et justifie directement la sanction sur le fondement de l'atteinte à l'intérêt supérieur des investisseurs : « que ces stipulations incitaient AGILIS GESTION à recourir de façon accrue et privilégiée à CM-CIC SECURITIES, en méconnaissance tant des dispositions précitées de l'article 322-31 relatives à l'intérêt des porteurs de parts, que de celles des article 322-33, dans sa rédaction en vigueur à la date des faits (qui, applicables aux relations avec les intermédiaires et dépositaires, prescrivent à la société de gestion de prévenir les conflits d'intérêts et de « prendre toutes les dispositions nécessaires (...) pour garantir l'autonomie de gestion », 322-36, (« Le choix (...) des intermédiaires doit s'effectuer de manière indépendante dans l'intérêt des (...) porteurs et ne pas dépendre d'accords qui interdiraient ou restreindraient les possibilités d'action de la société de gestion de mettre en œuvre les procédures prévues aux articles 322-49 à 322-51 »), 322-38, (« les conditions de rémunérations de la société de gestion ne doivent pas être de nature à la placer en situation de conflits d'intérêts avec les porteurs »), et 322-44 (selon lequel les commissions en nature ne doivent pas contrevenir à « l'obligation de meilleure exécution des ordres et de mise en concurrence des intermédiaires ») ; que le manquement est ainsi caractérisé même si la société AGILIS GESTION a, à la suite du rapport de contrôle, modifié les stipulations précitées, en supprimant les écarts de commission perçus selon les intermédiaires sollicités et en assumant désormais directement le coût des abonnements aux écrans Bloomberg ; ». La Commission des sanctions effectue donc la liste la plus complète possible de tout ce qui peut être reproché à la société de gestion à travers ce conflit d'intérêt.

enjeux de la fonction de dépositaire. Pour en apprécier toutes les subtilités, il est nécessaire de la présenter tout d'abord d'un point de vue théorique (§1), puis d'analyser la mise en pratique par le dépositaire de cette mission de contrôle (§2).

§1. Une présentation de la mission de contrôle

226. **La nature du contrôle.** Comme il a été présenté plus haut, le dépositaire a deux fonctions principales. Il veille bien évidemment à conserver les actifs et assurer l'exécution des actes de gestion¹¹²² (tenue de compte conservation). Mais il doit également effectuer un contrôle sur les actes de gestion¹¹²³. En application des articles 7 3. et 14 3. de la directive OPCVM¹¹²⁴, le dépositaire doit s'assurer tout d'abord que la

¹¹²¹ Article 323-9 du Règlement Général de l'AMF

¹¹²² Cette obligation se retrouve là encore de manière constante dans tous les droits nationaux et internationaux. En droit américain, la section 8-506 du UCC rappelle l'obligation faite à l'intermédiaire financier d'obéir quoi qu'il arrive aux ordres exclusifs du propriétaire des titres. Là encore, c'est le « entitlement holder » qui dicte la conduite à adopter par l'intermédiaire, et l'on peut supposer que c'est également sa responsabilité qui sera engagée en cas de mauvaise gestion, et non celle de l'intermédiaire financier : « A securities intermediary shall exercise rights with respect to a financial asset if directed to do so by an entitlement holder. A securities intermediary satisfies the duty if : (1) the securities intermediary acts with respect to the duty as agreed upon by the entitlement holder and the securities intermediary ; or (2) in the absence of agreement, the securities intermediary either places the entitlement holder in a position to exercise the rights directly or exercises due care in accordance with reasonable commercial standards to follow the direction of the entitlement holder ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-506

¹¹²³ La mission de contrôle par le dépositaire n'a rien de commun avec les différents contrôles que peuvent effectuer les autres entités du groupe. Elle n'a pas vocation à faire doublon avec d'autres procédures de contrôles menées par ailleurs par d'autres organismes. Le European Trustee & Depositary Forum rappelle que la mission de supervision du dépositaire ne doit pas être comprise comme une réplique indépendante des contrôles déjà menés par la société de gestion ou toute surveillance administrative, mais plutôt comme la vérification de ce que les processus et procédures appropriés sont respectés. Voir European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, I. B. Supervisory duties : « Overall, the supervisory role of the Depositary should not be understood as an independent replication of controls already in place at the Investment Manager or Administrative Agent but rather as verification that appropriate processes and procedures are implemented ». La mission de contrôle du dépositaire est donc toute particulière et n'a rien de commun avec les autres contrôles effectués par les différents acteurs.

¹¹²⁴ Article 7 3. de la directive OPCVM: « Le dépositaire doit en outre: a) s'assurer que la vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts effectués pour le compte du fonds ou par la société de gestion ont lieu conformément à la loi ou au règlement du fonds: b) s'assurer que le calcul de la valeur des parts est effectué conformément à la loi ou au règlement du fonds ; c) exécuter les

vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts effectués par l'OPCVM ou pour son compte ont lieu conformément à la loi, au règlement du FCP ou aux documents constitutifs de la société d'investissement, ensuite que dans les opérations portant sur les actifs de l'OPCVM, la contrepartie lui est remise dans les délais d'usage, et enfin que les produits de l'OPCVM reçoivent l'affectation conforme à la loi, au règlement du FCP ou aux statuts de la société d'investissement. Il s'agit ici pour le dépositaire d'assurer une surveillance sur la légalité des mouvements que peuvent effectuer les actifs financiers qu'il conserve¹¹²⁵.

Dans le cadre de cette mission, il n'appartient en aucun cas au dépositaire de porter une appréciation sur l'opportunité d'un investissement choisi par la société de gestion ou d'investissement. La mission se borne à un simple contrôle de légalité et de respect de la loi, du règlement ou des statuts de l'OPCVM.

instructions de la société de gestion, sauf si elles sont contraires à la loi ou au règlement du fonds ; d) s'assurer, que dans les opérations portant sur les actifs du fonds, la contrepartie lui est remise dans les délais d'usage ; e) s'assurer que les produits du fonds reçoivent l'affectation conforme à la loi au ou règlement du fonds ».

¹¹²⁵ Cette mission est universellement reconnue. En droit américain, la section 8-507 de l'article 8 du UCC rappelle les conditions dans lesquelles l'intermédiaire doit obéir aux ordres du détenteur des actions. Il doit vérifier que le donneur d'ordres est bien le propriétaire des titres, que l'ordre est réel et autorisé. Il satisfait à ces exigences s'il obéit directement aux ordres du détenteur d'actions, ou bien, en l'absence d'ordres donnés, il agit selon les standards commerciaux compatibles avec les valeurs du détenteurs. L'article précise également que si l'intermédiaire exécute un ordre non valable ou erroné, il est tenu pour responsable et devra restituer ou rembourser les actions indûment concernées : « (a) A securities intermediary shall comply with an entitlement order if the entitlement order is originated by the appropriate person, the securities intermediary has had reasonable opportunity to assure itself that the entitlement order is genuine and authorized, and the securities intermediary has had reasonable opportunity to comply with the entitlement order. A securities intermediary satisfies the duty if : (1) the securities intermediary acts with respect to the duty as agreed upon by the entitlement holder and the securities intermediary ; or (2) in the absence of agreement, the securities intermediary exercises due care in accordance with reasonable commercial standards to comply with the entitlement order.(b) If a securities intermediary transfers a financial asset pursuant to an ineffective entitlement order, the securities intermediary shall reestablish a security entitlement in favor of the person entitled to it, and pay or credit any payments or distributions that the person did not receive as a result of the wrongful transfer. If the securities intermediary does not reestablish a security entitlement, the securities intermediary is liable to the entitlement holder for damages ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-507. Cette section va plus loin que la précédente. Elle rappelle tout d'abord que l'intermédiaire n'a obligation d'effectuer que les ordres soumis par le détenteur effectif des actifs. Mais elle précise également que dans le cas où l'intermédiaire obéirait à un ordre d'une personne dont il ne pourrait pas valablement juger qu'il est le détenteur effectif, il devra établir qu'il en est effectivement le détenteur effectif, ou bien sa responsabilité se trouvera engagée.

228. **La lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.** Parallèlement aux obligations inhérentes à sa fonction, le dépositaire possède, du fait-même de son rattachement à l'activité de teneur de compte conservateur, une mission de coopération dans la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. La convention de dépositaire contient la mention de toutes les informations relatives aux obligations en matière de financements illégaux^{1126 1127}.

§2. L'exercice de la mission de contrôle par le dépositaire

229. **La procédure d'entrée en relation et de suivi.** Pour mener à bien sa mission de contrôle de l'OPCVM, le dépositaire possède trois outils pratiques: il doit mettre en place une procédure d'entrée en relation et de suivi, un plan de contrôle et une procédure d'alerte. Tous les moyens nécessaires sont utilisés pour assurer ces missions¹¹²⁸.

La procédure d'entrée en relation et de suivi garantit que le dépositaire dispose, à l'égard de l'OPCVM et de son gestionnaire, du niveau de connaissance qui lui est nécessaire pour le bon accomplissement de sa mission. Elle lui permet d'apprécier l'organisation de l'OPCVM et de la société de gestion, puis d'effectuer des revues périodiques sur place ou sur pièces et la vérification que des procédures appropriées sont en place en ce qui concerne le respect des exigences légales et réglementaires¹¹²⁹. Ainsi le

¹¹²⁶ Article 323-11 du Règlement Général de l'AMF

¹¹²⁷ En outre, le teneur de compte conservateur se dote d'une organisation et de procédures permettant de répondre aux prescriptions de vigilance et d'informations prévues au titre VI du livre V du code monétaire et financier relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme et les textes pris pour leur application : Article 322-1 du Règlement Général de l'AMF.

¹¹²⁸ Certains dépositaires demandent à un cabinet d'audit de certifier la conformité de la mise en œuvre de leur engagement en application de la norme dite SAS 70, commune aux opérations de sous-traitance. Cette norme « Statement of Auditing Standards n° 70 » est une norme d'origine américaine, reconnue au niveau international comme conforme au Sarbanes-Oxley Act de 2002. Pour obtenir cette norme, l'entreprise doit formaliser son dispositif de contrôle interne, ses objectifs de contrôle et les contrôles liés, puis établir un document décrivant l'ensemble de ce dispositif. C'est sur la base de ce document que le vérificateur, en règle générale un cabinet d'audit, exprimera une opinion. Au final, l'octroi de la norme SAS 70 renforce la crédibilité du prestataire vis-à-vis de ses clients.

¹¹²⁹ Cette mission est présentée à l'article 323-18 du Règlement général de l'AMF, et se divise en trois

dépositaire peut prendre connaissance et évaluer, compte tenu des missions qui lui incombent, l'organisation et les procédures internes de l'OPCVM et de sa société de gestion¹¹³⁰. À ce titre, le dépositaire s'assure de l'existence, au sein de la société de gestion, de procédures appropriées et contrôlables, permettant notamment la vérification de certains points. Il s'agit du nombre de porteurs pour les OPCVM réservés à vingt porteurs au plus, de la diffusion des informations réglementaires aux porteurs par la société de gestion, et des critères relatifs à la capacité des souscripteurs et acquéreurs, lorsque le dépositaire ne s'en assure pas directement¹¹³¹. C'est toute la composante du fonctionnement interne qui fait l'objet d'un contrôle par le dépositaire, notamment dans l'éventualité d'une délégation financière ou bien administrative et comptable. Ce contrôle peut s'effectuer sur pièces ou sur place¹¹³². Enfin, la dernière composante de la procédure d'entrée en relation et de suivi est l'échange efficace d'informations avec la société de gestion, prévu dans la convention conclue entre cette société de gestion et le dépositaire¹¹³³.

230. **Le plan de contrôle.** L'objet du plan de contrôle est présenté par le Règlement Général de l'AMF de manière non exhaustive¹¹³⁴. Il porte notamment sur le

branches principales : il s'agit d'une part d'une prise de connaissance globale de l'organisation de l'OPCVM, d'autre part de la présentation de son système comptable, et enfin du respect des modalités d'échanges d'informations.

¹¹³⁰ Le Règlement Général de l'AMF précise que cette appréciation prend également en considération les éléments relatifs à la délégation financière et à la délégation administrative et comptable. La société de gestion tient à la disposition du dépositaire les informations nécessaires à cette revue périodique sur place ou sur pièces.

¹¹³¹ Article 323-18 du Règlement Général de l'AMF

¹¹³² L'une des principales vérifications auxquelles le dépositaire est tenu de procéder concerne la comptabilité des instruments financiers qui lui sont confiés, comme le précise le 2° de l'article 323-18 du Règlement Général de l'AMF. Cette comptabilité est surveillée de manière quasi continue, et fait l'objet d'un croisement d'informations avec les comptabilités également tenues par le dépositaire central et la société émettrice. Cette surveillance à angles multiples est présentée comme mettant en œuvre des procédures permanentes de vérification de la sincérité des comptes d'avoirs disponibles, à l'aide de justificatifs des avoirs correspondants fournis par le dépositaire central, les teneurs de compte conservateur auprès desquels sont conservés les instruments financiers et les personnes morales émettrices faisant appel public à l'épargne (Article 322-30 du Règlement Général de l'AMF). Toute différence doit être justifiée.

¹¹³³ Article 323-18 3° du Règlement Général de l'AMF

¹¹³⁴ Le plan de contrôle est présenté à l'article 323-19 du Règlement Général de l'AMF. Il définit l'objet, la nature et la périodicité des contrôles effectués à ce titre. De ce fait, nous allons étudier les trois

respect des règles d'investissement et de composition de l'actif, le montant minimum de l'actif, la périodicité de la valorisation de l'OPCVM, les règles de procédures d'établissement de la valeur liquidative¹¹³⁵, la justification du contenu des comptes d'attente de l'OPCVM, ou encore les éléments spécifiques à certains types d'OPCVM, notamment l'écart de suivi des OPCVM indiciels¹¹³⁶. Il peut aussi consister dans le contrôle de l'existence de certains actifs¹¹³⁷. En définitive, l'objet du plan de contrôle porte sur des éléments essentiels de la gestion de l'OPCVM¹¹³⁸. Au sein de cette mission, le dépositaire doit effectuer un contrôle de conformité des documents qui émanent de l'OPCVM ou de l'émetteur, par exemple en ce qui concerne les documents aux porteurs, le respect des instructions de l'AMF ou du prospectus. De manière générale, le dépositaire a un devoir de contrôle de la vie sociale et juridique de l'OPCVM¹¹³⁹.

branches du plan de contrôle : son objet, sa nature, et la périodicité de ses contrôles.

¹¹³⁵ Depuis l'apparition de la distinction récente entre OPCVM coordonnés et FIA, le dépositaire d'OPCVM coordonnés se voit confier des missions supplémentaires. Ces missions consistent notamment à s'assurer que le calcul de la valeur liquidative des parts du FCP est effectué conformément à la loi ou au règlement du fonds, et à exécuter les instructions de la société de gestion, sauf si elles sont contraires à la loi ou au règlement du fonds. Ces missions ne concernent pas le dépositaire d'une société d'investissement, car les participants de cette société bénéficient de garanties offertes par le droit des sociétés et notamment la possibilité d'exercer une influence et un contrôle directs sur la gestion de la société en prenant part aux assemblées, faculté qui n'existe pas en matière de FCP. D'autre part, les risques de conflits d'intérêt entre la société de gestion d'un FCP et les porteurs de parts ne se présentent pas dans le cas d'une société d'investissement car les participants sont les actionnaires de la société d'investissement.

¹¹³⁶ L'écart de suivi, dénommé aussi « tracking error », est un indicateur mesurant la performance d'un portefeuille et celle de son benchmark (base servant de comparaison à l'ensemble du marché). Il est défini par l'écart-type annualisé ou volatilité de la différence entre les deux taux de rentabilité. En d'autres termes, c'est l'écart d'une valeur ou d'un fonds par rapport à son indice de référence. Plus le tracking error est faible, plus le support ressemble à son indice.

¹¹³⁷ Le contrôle de l'existence des actifs consiste, pour le dépositaire, à identifier ces actifs et à s'assurer de l'existence d'un titre attestant de leur propriété par l'OPCVM. Enfin, le plan de contrôle porte également sur l'état de rapprochement de l'inventaire transmis par la société de gestion. La société de gestion établit, au minimum de façon semestrielle et sous contrôle du dépositaire, l'inventaire des actifs de l'OPCVM (Article 323-19 du Règlement Général de l'AMF).

¹¹³⁸ Voir également l'article 323-40 du Règlement Général de l'AMF en matière de FIA

¹¹³⁹ En matière de FIA, l'ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs suit les obligations applicables en matière d'OPCVM coordonnés, et entérine les cinq contrôles traditionnels opérés par le dépositaire. Désormais, l'article L. 214-24-8 III du Code monétaire et financier stipule que le dépositaire s'assure que la vente, l'émission, le rachat, le remboursement et l'annulation des parts ou actions effectués par le FIA ou pour son compte sont conformes aux dispositions législatives ou réglementaires, au règlement et aux documents constitutifs ainsi qu'au prospectus du FIA. Il doit également s'assurer que le calcul de la valeur des parts ou actions du FIA est effectué conformément aux dispositions législatives ou réglementaires, au règlement et aux documents constitutifs ainsi qu'au prospectus du FIA. Sur les modalités de cette valeur, voir D. OGIEN, *Droit des*

Enfin et de manière plus globale, le dépositaire possède un rôle de surveillance de l'intérêt des porteurs de parts et de la procédure de valorisation. Il s'assure que l'OPCVM respecte le plan comptable, et que la valeur liquidative soit établie par la société de gestion, et les règles concernant la valorisation des actifs doivent être clairement définies^{1140 1141}.

231. **Un contrôle facilité.** Pour effectuer le plan de contrôle dans les meilleures conditions, le Règlement Général de l'AMF prévoit que le dépositaire dispose d'un accès permanent à l'ensemble des informations comptables de l'OPCVM. Il dispose également d'un accès permanent à l'ensemble des informations détaillées comptables et non comptables relatives aux actifs. La nature et les modalités de transmission de ces informations sont prévues dans la convention conclue avec le dépositaire¹¹⁴².

Le plan de contrôle fait l'objet d'une révision fréquente. En pratique, il est mis à jour selon une périodicité adaptée aux caractéristiques de l'activité exercée et est tenu à la disposition de l'AMF^{1143 1144}.

marchés financiers, troisième édition, Dunot, 2010, pages 232 et suivantes. Il exécute les instructions du FIA ou de sa société de gestion sous réserve qu'elles ne soient contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, au règlement et aux documents constitutifs ainsi qu'au prospectus du FIA. Il vérifie que, dans les opérations portant sur les actifs du FIA, la contrepartie lui est remise dans les délais d'usage. Enfin, il doit s'assurer que les produits du FIA reçoivent une affectation conforme aux dispositions législatives ou réglementaires, au règlement et aux documents constitutifs ainsi qu'au prospectus du FIA (Article L. 214-24-8 du Code monétaire et financier).

¹¹⁴⁰ Pour ce faire, le dépositaire effectue un contrôle semestriel de l'inventaire comptable, mais également un inventaire réel visant à contrôler directement les actifs.

¹¹⁴¹ Il revient en outre au dépositaire de signaler, lorsqu'il en est informé, tout franchissement de seuil effectué par l'OPCVM, que ce franchissement s'effectue à la hausse ou à la baisse, sous peine de sanction. Ce défaut de déclaration obligatoire avait par exemple été relevée dans une décision de la Commission des sanctions de l'AMF en 2005. Voir en ce sens la décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Banque Sanpaolo (devenue Banque Palatine), 3 novembre 2005 : « étant reproché à la BSP [...] 2) d'avoir été déficiente dans le contrôle dépositaire en matière de respect des seuils minimum de l'actif net de trois fonds, en ayant tardé à détecter le franchissement de seuil à la baisse de l'actif net minimum et en ne s'étant pas assurée de la dissolution des trois fonds, faits susceptibles de donner lieu à une sanction sur le fondement de l'article 11 du Règlement COB 89-02 relatif aux OPCVM ». L'établissement assurant la fonction de dépositaire avait par conséquent été sanctionné pour défaut de contrôle.

¹¹⁴² Article 323-19, alinéa 5 du Règlement Général de l'AMF

¹¹⁴³ Article 323-19, alinéa 3 du Règlement Général de l'AMF

¹¹⁴⁴ Le choix de cette périodicité est d'importance, puisqu'en application de l'alinéa 2 de l'article 323-18, elle ne concerne pas uniquement au plan de contrôle, mais se reporte également sur la procédure d'entrée en

232. **La responsabilité en cas de défaut de contrôle.** La Commission des sanctions de l'AMF se réserve un pouvoir de sanction, après une procédure contradictoire, en cas de défaut de contrôle. Le dépositaire peut être sanctionné au titre de tout manquement à ses obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvés par l'Autorité des marchés financiers en vigueur¹¹⁴⁵. Les sanctions applicables sont l'avertissement, le blâme, et l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. En outre, la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à cent millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés¹¹⁴⁶.

En supplément de ces sanctions professionnelles ou pécuniaires, il faut ajouter une autre sanction, souvent redoutée des professionnelles, car directement critique à l'égard de leur réputation : il s'agit de la publication de la décision de la Commission des sanctions. Elle peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux et supports qu'elle désigne, à moins que cette publication ne risque de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées¹¹⁴⁷. En pratique, les supports choisis sont le plus souvent le Bulletin des Annonces légales obligatoires, le site internet

relation et de suivi. En outre, le plan de contrôle, les comptes rendus des contrôles effectués ainsi que les anomalies constatées sont conservées pendant une durée de cinq ans (Article 323-19, alinéa 4 du Règlement Général de l'AMF).

¹¹⁴⁵ Article L. 621-15 III du Code monétaire et financier. Le dépositaire entre dans le champ d'application de ce texte, puisqu'il est présenté à l'article L. 621-9, II, « 12° Les dépositaires d'organismes de placement collectif ».

¹¹⁴⁶ Les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affilié la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor Public. Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements.

¹¹⁴⁷ Article L. 621-15 V du Code monétaire et financier

de la société ayant fait l'objet de sanction, ainsi que la revue mensuelle de l'AMF^{1148 1149}

1150

233. **Une responsabilité partagée.** En cas de carence de ce contrôle, le dépositaire pourra être tenu pour responsable, mais la société de gestion également, car elle est l'auteur principal de l'illégalité commise. De plus, le dépositaire peut être responsable d'une faute dans ses relations avec la société de gestion et réciproquement. Par conséquent, une responsabilité conjointe peut être recherchée, et la responsabilité reconnue de l'un ne fait pas obstacle à la recherche de la responsabilité de l'autre¹¹⁵¹.

¹¹⁴⁸ En pratique, la Commission des sanctions établit un défaut à l'obligation de contrôle du dépositaire à partir d'éléments matériels très liés à la pratique. Par exemple, dans une décision rendue le 19 juin 2007, la Commission des sanctions avait considéré qu'aucun contrôle n'était exercé sur l'impact des décisions de gestion sur le respect des ratios de division des risques, que ce défaut de vérification de l'activité du gérant était aggravé par l'éloignement géographique de ce dernier, et qu'en outre, le contrôle du « Middle Office » ne permettait pas de détecter les anomalies constatées quant aux limites d'intervention sur les marchés à terme et aux ratios de division des risques. Elle avait également établi au second niveau que ces procédures ne permettaient pas de contrôler les opérations effectuées en fin de journée ou celles intervenues sur les instruments financiers à terme, non plus que leur fréquence : Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Société Financière Galilée et de M. Frédéric Ohana, 19 juin 2007.

¹¹⁴⁹ Dans une autre décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 3 novembre 2005, un défaut de contrôle avait été reprochée à la Banque Sanpaolo qui assurait la fonction de dépositaire d'un OPCVM. La Commission avait établi que cette banque n'avait pas été en mesure d'agir au bénéfice exclusif des souscripteurs, en ne mettant pas à disposition du contrôle dépositaire des moyens lui permettant de détecter les pratiques décrites précédemment et en n'ayant pas pris les mesures propres à assurer la sécurité des opérations : Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Banque Sanpaolo (devenue Banque Palatine), 3 novembre 2005. Il est intéressant de relever ici que l'obligation de contrôle adéquat, efficace et suffisant trouve son fondement dans le bénéfice exclusif des souscripteurs. L'exercice du contrôle permet donc veiller à la « sécurité des opérations », et ainsi d'assurer le bénéfice exclusif des souscripteurs. Pour ce défaut de contrôle notamment, l'établissement assurant la fonction de dépositaire avait été condamnée à une sanction pécuniaire de cinquante mille euros, et à la publication de la décision de la Commission des sanctions au Bull. des Annonces légales obligatoires, ainsi que sur le site internet et dans la revue mensuelle de l'AMF.

¹¹⁵⁰ Cette origine de l'obligation de contrôle n'est pas une justification isolée, puisque de la même manière, le défaut de considération de l'intérêt des porteurs a été relevé dans la décision rendue par la Commission des sanctions le 19 juin 2007. Elle notait, sur une période considérée, une rotation anormalement rapide du portefeuille d'un FCP, sans lien avec la recherche de l'intérêt des porteurs et représentant 16,63 fois l'actif. La Commission avait alors constaté un accroissement important des frais liés aux opérations à terme, ceux-ci ayant atteint 21,69 % de l'actif net moyen, soit neuf fois les frais de gestion fixes, ce qui a provoqué un taux de rendement négatif de 4,59% de l'actif. Elle en avait déduit que ce résultat était, par nature, lésionnaire pour les porteurs. Voir en ce sens la décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Société Financière Galilée et de M. Frédéric Ohana, 19 juin 2007

¹¹⁵¹ Ce point fut notamment relevé par la Commission des sanctions de l'AMF, dans une décision du 19 juin

234. **La procédure d'alerte.** Lorsque le dépositaire a pu constater des anomalies dans l'exercice de contrôle, il met en place une procédure d'alerte. Cette procédure est adaptée à la nature des anomalies constatées et prévoit une information successive des dirigeants de la société de gestion et des entités chargées du contrôle et de la surveillance de l'OPCVM¹¹⁵². On peut donc constater que cette procédure d'alerte est ouverte dans le cadre de la mission d'entrée en relation et de suivi ou du plan de contrôle du dépositaire¹¹⁵³.

235. **Conclusion.** La mission de contrôle est inédite. De par son ampleur et la possibilité de voir sa responsabilité engagée, elle surpasse de loin le cadre établi par le droit commun. Dans aucune autre situation de dépôt, le dépositaire ne se trouve en situation de contrôle des actes de son propre déposant. Il s'agit là d'une spécificité du dépôt de titres financiers, qui n'est pas issue du droit commun.

2007. Dans cette décision, il avait été notifié qu'une société de gestion et son ancien dirigeant avait, en toute méconnaissance des restrictions légales sur ce point, concentrés leur investissement sur les instruments financiers à terme, de façon extrême. Ces deux acteurs s'étaient alors vu reprocher conjointement de ne pas avoir respecté, de manière récurrente, les limites d'intervention sur les marchés à terme, et d'avoir ainsi contrevenu à l'engagement selon lequel l'organisme de placement collectif en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme ne doit pas être supérieur à la valeur de son actif. Voir en ce sens la décision de la Commission des sanctions à l'égard de la Société Financière Galilée et de M. Frédéric Ohana, 19 juin 2007. Pour rejeter sa responsabilité, la société de gestion et son dirigeant invoquaient le fait qu'il appartenait au dépositaire d'effectuer un contrôle complet et efficace des actions menées par le fonds commun de placement, que ce dernier n'avait révélé aucune anomalie dans la gestion du fonds, et que par conséquent, seule la responsabilité du dépositaire du fonds devait être relevée, pour défaut de contrôle sur la gestion du fonds. À cet argument, la Commission des sanctions avait répondu que l'impossibilité de détecter les dépassements, qui résulterait de l'insuffisance de son contrôle interne (absence de prise en compte des OSRD pour le calcul des ratios, fréquence de contrôle insuffisante...) et de l'absence d'alerte du contrôle dépositaire, ne saurait l'exonérer de sa responsabilité. Par conséquent le dépositaire avait failli à son obligation de surveiller avec la diligence nécessaire la régularité des opérations, et la fréquence et l'ampleur des dépassements étaient révélateurs d'importants dysfonctionnements, auxquels la société n'a pas remédié immédiatement après avoir été informée de la situation. La responsabilité du dépositaire, qui ici avait été relevée en raison d'un défaut évident de contrôle, ne faisait donc pas obstacle à la reconnaissance conjointe de la responsabilité de la société de gestion, pour la négligence dont elle avait fait preuve dans la gestion du fonds commun de placement.

¹¹⁵² Article 323-21 du Règlement Général de l'AMF

¹¹⁵³ Elle porte par conséquent sur l'ensemble des éléments exposés aux articles 323-11, 323-18 et 323-19 du Règlement Général de l'AMF.

Sous-Section 2. L'obligation d'information

236. **Plan.** L'obligation d'information est de deux ordres : le dépositaire se doit d'informer l'OPCVM dans certaines circonstances (§1), mais également se conformer à l'information fournie à par le prospectus (§2).

§1. L'information de l'OPCVM

237. **Présentation.** L'impératif de protection de l'investisseur imposait bien évidemment qu'au titre de ces obligations accessoires soit présente l'obligation d'information. Cette obligation est précisée par le Règlement Général de l'AMF, qui estime que le teneur de compte-conservateur est tenu d'informer dans les meilleurs délais chaque titulaire de compte titres de tous les mouvements portant sur les titres financiers et les espèces inscrits à son nom¹¹⁵⁴. Il s'agit ici pour le dépositaire d'informer le déposant de tout ce qui pourrait influencer une prise de décision concernant les actifs confiés.

238. **La justification de l'obligation d'information.** L'obligation d'information est une obligation capitale^{1155 1156}, car elle permet de garder un lien entre le propriétaire et les actions qu'il ne détient plus en main propre¹¹⁵⁷. D'une certaine manière, l'obligation d'information est un moyen de palier le manque de consistance de l'obligation

¹¹⁵⁴ Article 322-12 III du Règlement Général de l'AMF

¹¹⁵⁵ Cette obligation d'information est également qualifiée de règle de transparence *pre-trade*, c'est-à-dire envers la communauté des investisseurs. Voir B. BREHIER, P. GUERIN, *Éclairage, Un peu de lumière sur les Dark Pools*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2009, page 456

¹¹⁵⁶ J. ANSIDEI, E. de FOURNOUX, P. LAURENT, *Directive MIF, Construire le marché financier européen*, Revue Banque Edition, 2007, pages 59 et suivantes

¹¹⁵⁷ On retrouve ainsi les interrogations relatives à l'information en matière de banque générale. Voir sur ce point H. CAUSSE, *Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly édition, 2005, page 159

de garde et de conservation en tant que telle¹¹⁵⁸. Le dépositaire est tenu, en complément des hypothèses classiques de conservation et restitution, à une obligation d'information consistant à prévenir le client des risques encourus par ses titres¹¹⁵⁹, et dans certains cas, d'une obligation d'intervention dans un souci de conservation de valeur : « la garde juridique implique non seulement une gestion minimale mais encore une information générale sur les risques, ce qui est beaucoup plus lourd et beaucoup plus vague »¹¹⁶⁰.

239. **Les informations sur la vie de la société émettrice.** Bien que les contours de cette mission soient troubles, l'obligation d'information inhérente à la fonction de dépositaire n'est pas infinie. À titre d'exemple, l'arrêt du 9 janvier 1990 écarte l'obligation d'information concernant la vie de la société émettrice par le dépositaire¹¹⁶¹.

Un arrêt récent rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation retient le même principe. La Cour rappelle qu'à défaut de conclusion d'un mandat de gestion et en l'absence d'opérations à caractère spéculatif, la banque, simple dépositaire de titres, n'est pas tenue d'une obligation particulière d'information ni de mise en garde envers son client sur les événements affectant la vie de la société émettrice, hormis les obligations accessoires au contrat de dépôt inhérentes à la détention de ces titres, aux droits qui y sont attachés et à leur restitution¹¹⁶².

Le recours à la notion de mandat est intéressante, car en pareil cas le dépositaire aurait le pouvoir de vendre, dans l'intérêt des investisseurs. Or dépourvu de ce pouvoir, il reste tenu d'une obligation minimale d'information.

¹¹⁵⁸ M. QUERE, A. GAUVIN, *Information financière et Internet*, Dalloz Affaires, 1990, page 101

¹¹⁵⁹ Voir en ce sens R. SIEBEL, *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27

¹¹⁶⁰ A. LEBORGNE, *Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, avril-juin 1995, page 261

¹¹⁶¹ Cass. Com., n°1990-700002, 9 janvier 1990 : « ni ces usages, ni l'équité, ni la loi ne l'obligent en outre à informer le déposant d'un événement affectant la vie de la société émettrice des titres ». En outre, cette obligation d'information sur la vie de la société émettrice n'apparaît pas dans le cahier des charges imposées aux teneurs de comptes conservateurs par les articles 322-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

¹¹⁶² Cass. Com., n° 2008-042869, 19 février 2008

§2. La conformité à l'information du Prospectus

240. **L'apport du la directive OPCVM IV concernant le Key Investor Information Document.** Le dépositaire, parmi ses nombreuses missions accessoires, s'assure également du respect des contraintes d'investissement, c'est-à-dire du fait que l'OPCVM respecte le type d'investissement qu'il a décrit dans le prospectus. Sur ce point il y a eu une avancée récente : la directive OPCVM IV a mis en place un document unique. Ce document tient lieu désormais de prospectus unifié pour tous les OPCVM des pays européens. Le KIID (Key Investor Information Document) propose une information claire, précise et non trompeuse de la nature du produit auquel l'investisseur souhaite souscrire¹¹⁶³. Cela peut laisser supposer que le dépositaire doit non seulement vérifier que les instruments financiers proposés correspondent effectivement à ceux décrits dans le KIID, mais également que le KIID remplit les conditions d'harmonisation imposées au niveau européen. En pratique, pour le moment, les inventaires comptables mentionnent les instruments financiers investis, et il appartient au dépositaire de calculer la composition des actifs pour voir si elle respecte les indications du prospectus¹¹⁶⁴.

241. **Conclusion.** L'obligation d'information est présente de manière tenue en droit commun : le dépositaire doit informer le déposant d'une situation dans laquelle l'objet déposé serait mis en péril ou subirait des dégradations. Dans le cadre du dépôt de titres financiers, l'ampleur de l'information est structurellement différente. Elle ne s'applique pas, comme on aurait pu le penser au premier abord, à une situation où le cours du titre pourrait chuter, et le dépositaire n'est pas responsable de l'inaction du déposant en cas de baisse des cours. L'obligation d'information s'adresse davantage aux

¹¹⁶³ Article « UCITS 4: une économie de 600 millions d'euros pour l'industrie de la gestion française » Sia conseil, Secteur Finance & Stratégie, 2 décembre 2008

¹¹⁶⁴ La composition des actifs est encadrée par le Code monétaire et financier, notamment en ce qui concerne la règle de dispersion des risques, mais aussi par le Règlement Général de l'AMF et certaines instructions de l'AMF qui précisent les classifications de chaque actif.

investisseurs, et non pas directement au déposant, et concerne la nature même de ce déposant. Elle est par conséquent hors du cadre prévu par le droit commun.

242. **Conclusion du Chapitre II.** Le dépositaire est l'autre intervenant du tandem déposant-dépositaire. En matière de titres financiers, il concentre encore plus d'interrogations que le déposant. Si la tenue de compte conservation présentée antérieurement est sous certains aspects similaire à l'obligation d'un dépositaire de droit commun, il apparaît désormais qu'elle constitue en la matière l'une des seules ressemblances. Qu'il s'agisse de l'obligation de contrôle ou de l'obligation d'information, les nouvelles missions du dépositaire lui impose une dimension et un rôle différents, que ce soit dans le règlement-livraison¹¹⁶⁵, ou bien au sein-même de la relation du dépôt.

¹¹⁶⁵ Voir en ce sens K. LÖBER, *Compensation et règlement-livraison en Europe : l'identification des problèmes juridiques au niveau européen*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 155

TITRE II. LES PARTIES SUBSIDIAIRES

243. **Introduction.** L'axe déposant-dépositaire étant le seul élément primordial dans le dépôt de droit commun, son analyse pourrait suffire à la comparaison avec un dépôt de titres financiers. Il nous semble cependant que ce serait ignorer la nature profonde de ce dépôt que de ne pas s'attarder un moment sur deux autres acteurs, tout aussi indispensables à une véritable compréhension du mécanisme. La raison en est très simple : la nouvelle organisation avec quatre intervenants impose une redistribution des prérogatives et des obligations au sein-même de la relation du dépôt. La multiplication des parties au contrat engendre une division des tâches et un nouvel équilibre des prestations.

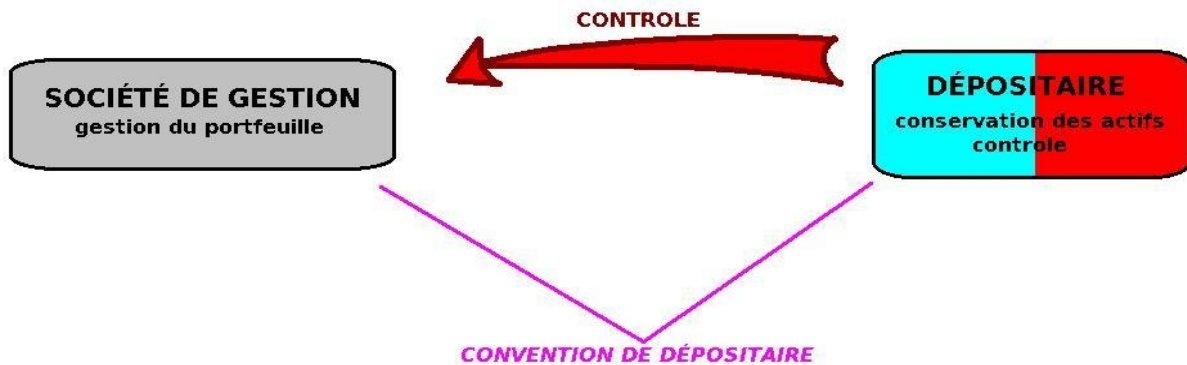
244. **Plan.** Le premier acteur incontournable est la société de gestion (Chapitre I). Bien qu'elle ne présente pas de problème particulier, elle est un interlocuteur clef au sein de la relation du dépôt, notamment auprès du déposant et du dépositaire, et mérite une présentation complète de l'étendue de son activité au sein du dépôt. Le deuxième acteur est le sous-conservateur (Chapitre II). Son intervention est beaucoup plus complexe que celle de la société de gestion, et il catalyse bon nombre d'interrogations actuelles sur la véritable nature du dépôt de titres financiers.

Chapitre I. La société de gestion

245. **La situation initiale.** Dans la situation initiale, les deux acteurs principaux sont l'OPCVM déposant et son dépositaire. L'OPCVM peut avoir recours à une société de gestion pour assurer le bon fonctionnement de la gestion du fonds. Mais il ne s'agit alors que d'une délégation de compétence entre l'OPCVM et cette société, qui n'affecte pas la relation entre l'OPCVM et le dépositaire. La société de gestion est une entreprise d'investissement¹¹⁶⁶, qui assure la gestion du portefeuille de l'OPCVM, tandis que le dépositaire a pour mission la conservation des actifs et le contrôle des actes de gestion de la société de portefeuille¹¹⁶⁷. Le contrat qui les lie est une convention de dépositaire.

¹¹⁶⁶ N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, page 29

¹¹⁶⁷ En droit américain, la société de gestion possède exactement le même rôle qu'une société de gestion française. Le Investment Company Act de 1940 lui impose de confier ses actifs à un dépositaire. Voir C.-P. BUTTIGIEG, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS : A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition*, University of Sussex, mars 214, pages 74-75 : « In the US the investment adviser has, by and large, the same role as that of the management company in the EU. It typically organises the establishment of the collective investment scheme and is responsible for its overall operations. The adviser generally provides the seed capital, officers, employees, and office space, and usually selects the initial board of directors. As a result of this extensive involvement, and the general absence of shareholder activism, investment advisers typically dominate the funds they advise. In order to limit the chances for misuse of the assets of a collective investment scheme by the investment advisor, the ICA 1940 requires schemes to maintain custody of funds assets separate from the assets of the investment advisor. In addition an investment advisor with custody of clients assets is required to take a number of steps designer to safeguard those client assets, which include the maintenance of such assets with a qualified custodian. For this purpose a bank is normally engaged to act as custodian ».



La société de gestion est le gestionnaire des FCP et des SICAV, et peut être un réseau bancaire, un assureur, un spécialiste à vocation générale ou un professionnel spécialisé¹¹⁶⁸. Elle possède plusieurs missions, notamment celle de procéder à l'ouverture d'un compte afin de gérer par la suite les positions de ses clients¹¹⁶⁹. La société de gestion peut prendre la forme juridique de société anonyme, société en commandite simple ou par actions, société par actions simplifiées, ou de groupements d'intérêts économiques¹¹⁷⁰.

246. L'intervention d'une société de gestion de portefeuille.
L'OPCVM recourt souvent à une société de gestion de portefeuille, à laquelle il délègue cette fonction¹¹⁷¹. Seules certaines SICAV choisissent de ne pas opérer cette délégation¹¹⁷², et dans pareil cas, elles sont elles-mêmes soumises aux règles relatives aux sociétés de gestion de portefeuille. Cette société de gestion, qu'elle intervienne dans le

¹¹⁶⁸ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, §360, page 159

¹¹⁶⁹ A. SOLTANI, *Pratique de l'asset management*, Eyrolles, 2012, page 154

¹¹⁷⁰ N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, page 30 ; C. HOU PIN, H. BOSVIEUX, *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations : avec formules*, septième édition, Sirey, 1935, page 58

¹¹⁷¹ Ces sociétés doivent avoir un capital minimum et leur siège social en France. Voir N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, page 30

¹¹⁷² P. BEZARD, *Le nouveau régime juridique des SICAV*, Petites Affiches, 10 janvier 1990, page 4

cadre d'une SICAV ou dans le cadre d'un FCP, doit obtenir l'agrément de l'AMF¹¹⁷³, et agit au nom des porteurs et dans leur intérêt exclusif¹¹⁷⁴. En effet, l'agrément de l'OPCVM porte à la fois sur la société de gestion, le dépositaire et le règlement du fonds commun de placement¹¹⁷⁵.

Elles aussi sont tenues d'agir exclusivement dans l'intérêt de l'investisseur¹¹⁷⁶. Lorsqu'une société de gestion de portefeuille a manqué à ses obligations professionnelles définies par les lois et règlements en vigueur, l'AMF peut lui demander de présenter ses explications, et lui adresser une mise en garde¹¹⁷⁷. Elle agit soit d'office, soit à la demande du gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, soit à la demande du président du Conseil des marchés financiers. Elle statue, en cette matière, par décision motivée¹¹⁷⁸. Les sanctions applicables sont l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis. Ces interdictions emportent, selon le cas, suspension ou retrait de l'autorisation pour le service concerné. L'AMF peut également prononcer, soit à la place, soit en sus de ces sanctions, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Les sommes sont versées au Trésor public¹¹⁷⁹. L'AMF informe, le cas échéant, la Commission européenne et les autorités compétences des autres États membres de la Communauté européenne des décisions qu'elle prend en application des lois et règlements. Elle peut également rendre publiques ces décisions. Les personnes sanctionnées en application du présent article peuvent, dans

¹¹⁷³ I. RIASSETTO, M. STORCK, *OPCVM*, Joly éditions, 2002, page 17

¹¹⁷⁴ F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998, page 49

¹¹⁷⁵ Pour résumer, un fonds commun de placement n'est agréé que si les autorités compétentes approuvent, d'une part, la société de gestion et, d'autre part, le règlement de fonds et le choix du dépositaire. Une société d'investissement n'est agréée que si les autorités compétentes approuvent, d'une part, ses documents constitutifs et, d'autre part, le choix du dépositaire : Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 4

¹¹⁷⁶ N. DESBARRIERES, M. MIGUEL, *Les OPCVM en France*, Economica, 2008, page 30

¹¹⁷⁷ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 71 I.

¹¹⁷⁸ Aucune sanction ne peut être prononcée sans que le représentant légal du prestataire de services d'investissement ou de la société de gestion de portefeuille ait été entendu ou, à défaut, dûment appelé.

¹¹⁷⁹ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 71 II.

le délai de deux mois qui suit la notification de la décision, former un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'État¹¹⁸⁰.

247. **La muraille de Chine.** Les textes prévoient que les missions de gestionnaire de portefeuille et de dépositaire ne peuvent pas être tenues par le même organisme au sein d'un OPCVM, mais ils exigent également une indépendance stricte entre leurs missions respectives¹¹⁸¹. Les fonctions de société de gestion et de dépositaire ne peuvent être exercées par la même société, et chacun doit agir de façon indépendante et exclusivement dans l'intérêt des participants¹¹⁸². Une séparation existe en permanence entre la société de gestion et le dépositaire¹¹⁸³. A titre d'illustration, il est à noter qu'un rappel de cette séparation de fonctions, et de l'impératif de communication entre ces deux acteurs pour que chaque fonction soit convenablement effectuée, fut entreprise dans les recommandations de l'AMF aux sociétés de gestion susceptibles d'avoir été affectées par l'affaire Madoff. Elle met en avant la nécessité des contrôles par les dépositaires pour détecter tel type de fraude, et compte tenu des particularités de la situation, a demandé

¹¹⁸⁰ Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 71 V.

¹¹⁸¹ Voir en ce sens J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9 : « Cette autonomisation, avec une claire séparation de fonction de la gestion avec les métiers et titres (tenue de compte-conservation, dépositaire), les métiers d'intermédiation et les métiers d'assurance, donne une assise beaucoup plus saine au développement de la gestion française dans un cadre proche des meilleurs standards internationaux ».

¹¹⁸² Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 10. Voir également l'article 17 concernant les SICAV.

¹¹⁸³ Le projet de directive AIFM en matière de FIA rappelle l'impossibilité pour le gestionnaire d'exercer la fonction de dépositaire, et l'indépendance qui doit prévaloir entre ces deux activités. En outre, il est intéressant de voir apparaître à nouveau la notion d'intérêt de l'investisseur, chère au droit français : « le dépositaire doit agir indépendamment et pour le seul intérêt des investisseurs de FIA ». En ce qui concerne la nature du dépositaire, le projet de directive AIFM considère que le dépositaire doit être un établissement de crédit dont le siège est enregistré dans l'Union Européenne, et faisant l'objet d'une autorisation d'exercer l'activité de dépositaire. Sur ce point, il n'y a aucune divergence avec le régime actuellement applicable en France. Voir le Projet de directive AIFM, article 17, 2. et 3. : « 2. An AIFM shall not act as depositary. The depositary shall act independtly on solely in the interest of AIF investors. 3. The depositary shall be a credit institution having its registered office in the Community and be authorised in accordance with Directive 2006/48/EC of the European Parliament and Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (recast) ».

aux sociétés de gestion de les consulter systématiquement avant toute prise de décision¹¹⁸⁴.

248. **L'étendue et l'effectivité de la muraille de Chine.** La question s'est posée de savoir si l'indépendance entre le gérant de l'OPCVM et le dépositaire était une indépendance uniquement juridique ou une indépendance juridique et économique. À la lecture des articles 10 1. et 17 1.¹¹⁸⁵ de la directive OPCVM, il semblerait que cette indépendance ne soit que juridique. La raison de ce choix a fait naître certaines interrogations. Cette décision serait une conséquence implicite du nombre peu important d'établissements accrédités pour être dépositaires¹¹⁸⁶. Le réseau étant peu fourni, et les connexions entre les différents acteurs inévitables, le législateur n'a pas cru utile d'imposer une indépendance économique, qui serait tout simplement impossible à mettre en pratique¹¹⁸⁷.

¹¹⁸⁴ Recommandations de l'AMF à destination des sociétés de gestion gérant des OPCVM de droit français susceptibles d'être impactés par l'affaire Madoff, 17 décembre 2008, page 3

¹¹⁸⁵ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Articles 10 1. et 17 1.: « Les fonctions de sociétés de gestion et de dépositaire ne peuvent être exercées par la même société », respectivement pour les fonds communs de placement et pour les sociétés d'investissement.

¹¹⁸⁶ La directive AIFM telle que retenue définitivement n'est pas exclusivement consacrée au statut du dépositaire. Cependant, certains considérants et articles recèlent des précisions importantes. Tout d'abord, il faut rappeler le premier principe établi par la directive, tant il est indispensable à la compréhension du contexte de la rédaction de cette directive. Elle s'inscrit en réponse directe aux conséquences de la crise financière : au regard des événements récents, la directive considère comme essentiel de séparer la fonction de garde des actifs de la fonction de gestion, et de dissocier les actifs des investisseurs de ceux du gestionnaire. « Même si les gestionnaires gèrent les fonds alternatifs selon différents modèles économiques et mécanismes, notamment pour la garde d'actifs, il est essentiel de désigner un dépositaire distinct du gestionnaire pour exercer les fonctions de dépositaire auprès du fonds alternatif » (Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 decies). C'est donc un objectif de sécurité qui émane de cette directive en premier lieu. La leçon de la crise financière est bien apprise, et des mesures doivent être mises en œuvre pour éviter une nouvelle crise, ou du moins des conséquences aussi catastrophiques. Cependant, la directive précise qu'elle ne s'applique qu'aux FIA, et n'a aucune portée sur les OPCVM. Le considérant 15 septdecies apporte la précision suivante : « (15 septdecies) La présente directive ne devrait pas affecter les dispositions législatives qui pourraient être arrêtées concernant le dépositaire dans la directive OPCVM, puisque les OPCVM et les fonds alternatifs diffèrent tant par leurs stratégies d'investissement que par le type d'investisseurs auxquels ils s'adressent ».

¹¹⁸⁷ E. SIDOT, *Droit communautaire et OPCVM*, 2003, Lille, page 141 : « En effet, le législateur communautaire conscient qu'exiger une indépendance économique entre le gestionnaire et le dépositaire aurait désorganisé le métier de la gestion d'OPCVM, du fait de l'existence dans la plupart des États membres (et notamment la France) d'un grand nombre de filiales, de banques ou de

249. **Le manque d'effectivité de cette séparation.** Dans une communication au Conseil et au Parlement Européen, la Commission a pu mettre en avant le fait que cette séparation des fonctions était plus organique que technique, et que de fait son efficacité restait toute relative¹¹⁸⁸. Cependant, du point de vue d'une étude purement factuelle concernant le dépôt de titres financiers, l'impératif mis en place par les textes fait bien demeurer en toutes circonstances la situation de dépôt, et même en cas de relation financière entre eux, les rôles de société de gestion et de dépositaire restent clairement définis. D'ailleurs, en matière de FIA, la nécessité de cette séparation des fonctions a été rappelée. La directive AIFM renouvelle cet impératif en son constituant 15 bis, et ce, même dans la situation où les gestionnaires gèrent les fonds alternatifs selon différents modèles économiques et mécaniques¹¹⁸⁹. Plus que jamais, cette muraille de Chine est présentée comme un garde-fou indispensable au bon fonctionnement du dépôt de titres financiers¹¹⁹⁰. Malgré quelques faiblesses révélées pendant la précédente crise, ce principe demeure incontournable et primordial à la sécurité du système dans son ensemble¹¹⁹¹.

compagnies d'assurance, spécialisées dans la gestion d'OPCVM ».

¹¹⁸⁸ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004 : « Mais les garde-fous techniques sont très limités. La directive de 1985 ne contenait que deux précisions en la matière, à savoir : les interdictions visant l'emprunt et la vente à découvert d'actifs, faites à la société de gestion et au dépositaire agissant pour le compte de fonds communs de placement » .

¹¹⁸⁹ Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 11 novembre 2010 en vue de l'adoption de la directive 2010/75/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE : « Les événements récents montrent qu'il est essentiel de séparer la fonction de garde des actifs de la fonction de gestion, et de dissocier les actifs des investisseurs de ceux du gestionnaire. Même si les gestionnaires gèrent les fonds alternatifs selon différents modèles économiques et mécanismes, notamment pour la garde d'actifs, il est essentiel de désigner un dépositaire distinct du gestionnaire pour exercer les fonctions de dépositaire auprès du fonds alternatif ».

¹¹⁹⁰ A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 88

¹¹⁹¹ La directive AIFM rappelle l'exigence d'une limitation stricte entre les différentes attributions des acteurs du FIA : elle tient compte « du fait que de nombreux fonds alternatifs, en particulier les fonds spéculatifs, font actuellement appel à un courtier principal. La directive veille à ce que le fonds alternatif puisse continuer à utiliser les services d'un ou de plusieurs courtiers principaux. Toutefois, à moins d'une séparation fonctionnelle et hiérarchique entre l'exécution de ses tâches de dépositaire et celle de ses tâches de courtier principal et à moins que d'éventuels conflits d'intérêts n'aient été dûment identifiés, gérés et annoncés aux investisseurs du fonds alternatif, aucun courtier principal ne saurait être désigné comme dépositaire, dans la mesure où les courtiers principaux font office de contreparties

Il s'agit là d'une conséquence directe de la concentration excessive des dépositaires, puisqu'elle réduit le champ de sélection du dépositaire, et en réalité ne permet pas réellement une mise en concurrence des différents professionnels. La majorité des dépositaires sont en relation avec une seule société de gestion et il existe très souvent des liens capitalistiques entre la société de gestion et son dépositaire¹¹⁹². L'AMF a pu en déduire l'absence de mise en concurrence de la part des sociétés de gestion pour choisir un dépositaire, et probablement aussi d'une réticence à assumer le risque d'une société de gestion externe à son groupe¹¹⁹³. Est-ce que ces liens capitalistiques viennent remettre en cause l'indépendance que doivent conserver le dépositaire et la société de gestion? Serait-ce l'atteinte la plus flagrante à l'obligation d'indépendance imposée par la muraille de Chine¹¹⁹⁴?

aux fonds alternatifs et ne sauraient dès lors agir, en même temps, au mieux des intérêts du fonds alternatif comme l'exige la fonction de dépositaire. Les dépositaires devraient être en mesure de déléguer les tâches de garde à un ou plusieurs courtiers principaux ou autres tierces parties. En plus des tâches de garde déléguées, les courtiers principaux devraient être autorisés à exercer des activités d'intermédiaire principal auprès des fonds alternatifs. Ces activités d'intermédiaire principal ne font pas partie des dispositions relatives à la délégation » (Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant terdecies).

¹¹⁹² R. ALOMAR, *Financement du développement de l'entreprise*, PUF, 1981, pages 217 et suivantes

¹¹⁹³ La fonction dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n°11, février 2005, page 32

¹¹⁹⁴ Voir aussi sur ce thème, la thèse de C.-P. BUTTIGIEG, *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS : A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition*, mars 2014, University of Sussex, page 35 : « this requirement (l'exigence d'une responsabilité élevée pour les dépositaires) addresses investor protection issues arising from the losses sustained by a number of funds due to the Madoff fraud. It however raises potential competition issues as a higher degree of liability may result in being too costly for small depositaries to sustain, thereby reducing the feasibility of depositary business for small and medium sized firms. As a consequence, the number of active depositaries could decrease, thereby increasing concentration risk in fewer, but larger depositaries, which in turn increases the probability of systemic risk in case of failure. This suggests that the importance of attaining a fundamental objective of financial regulation could, at times, result in regulatory measures that cause tensions with and possibly weaken the realisation of other regulatory and economic objectives ».

250. **Conclusion du Chapitre I.** La société de gestion est économiquement un acteur capital, surtout en matière de fonds communs de placement. En revanche, sur un plan strictement juridique, son apport est plus relatif. Dans le cadre du dépôt, elle demeure plus ou moins dans l'ombre du déposant, qui reste le titulaire des comptes. Cependant, elle peut, en son nom, donner des ordres au dépositaire sur les transactions à effectuer sur les titres.

Chapitre II. Le sous-conservateur

251. **Introduction.** La configuration déposant-dépositaire est de loin le tandem le plus fréquent en matière de dépôt de droit commun. Il est tout naturel que la qualification d'un dépôt passe par l'identification de ces deux acteurs. Mais en matière de titres financiers, il est un autre acteur dont l'intérêt économique et juridique est au moins équivalent aux deux autres, et qui est présent dans la quasi-totalité des systèmes juridiques internationaux¹¹⁹⁵. En effet, les exigences économiques imposent bien souvent l'intervention d'un professionnel extérieur pour assurer certaines prestations¹¹⁹⁶. Le dépositaire peut recourir à un mandataire habilité¹¹⁹⁷ pour effectuer tout ou partie des tâches liées à son activité de conservation des actifs. Il possède un régime très particulier, qui n'est pas réglé uniquement par le droit civil. Une convention précise l'étendue de la délégation ainsi que les procédures et moyens mis en place afin d'assurer le contrôle des opérations effectuées par le mandataire¹¹⁹⁸. Par exemple, chaque mandataire se doit de transmettre au dépositaire une attestation annuelle de son contrôleur légal des comptes portant sur le contrôle des comptes ouverts au nom des OPCVM dans ses livres¹¹⁹⁹. Cependant, la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il mandate un tiers pour conserver les actifs de l'OPCVM¹²⁰⁰, et il est limité dans le choix des prestations fournies par le mandataire : il ne peut pas déléguer le contrôle de la régularité

¹¹⁹⁵ Le droit bulgare présente une particularité, puisqu'il n'autorise pas la délégation de quelque fonction que ce soit du dépositaire à un sous-dépositaire. Par conséquent, la délégation ne fonctionne qu'en cas d'actions appartenant à des dépositaires étrangers, et en pareil cas aucun aménagement de responsabilité n'est possible : Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 11

¹¹⁹⁶ F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹¹⁹⁷ En application de l'article L. 542-1 du code monétaire et financier

¹¹⁹⁸ Voir *infra*

¹¹⁹⁹ Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers

¹²⁰⁰ Voir *infra*

des décisions de l'OPCVM et de la société de gestion de portefeuille¹²⁰¹.

252. **Plan.** Cette nouvelle partie au contrat mérite d'être analysée dans toutes ses composantes (Section 1), en déterminant quelles sont ses véritables prérogatives, et ce qui justifie le recours à ce sous-dépositaire si particulier¹²⁰². Une fois cette présentation effectuée, une question se pose : comment qualifier une telle intervention en droit commun ? Peut-on rapprocher le sous-conservateur d'un autre contrat déjà connu (Section 2) ?

Section 1. L'intervention du sous-conservateur

253. **Introduction.** Dans la situation suivante, le dépositaire délègue une partie de sa mission à un mandataire particulier¹²⁰³. Ce dernier offre des services et des prestations pour améliorer la rentabilité des actifs et obtenir des stratégies

¹²⁰¹ Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers

¹²⁰² F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²⁰³ Le projet de directive AIFM ne pouvait avoir de cohérence sans évoquer la possible intervention d'un sous-conservateur. Évoquer est le terme puisque elle dit simplement : « les dépositaires peuvent déléguer leurs missions à d'autres dépositaires ». Voir le Projet de directive AIFM, article 17, 4. : « 2. Depositaries may delegate their tasks to other depositaries ». À nouveau, la preuve en est faite que la directive AIFM n'a pas pour vocation immédiate de constituer un régime complet de responsabilité du dépositaire, mais pour le moment simplement d'établir une base commune. Sur ce point, la directive ne fait que rappeler la faculté offerte au dépositaire de déléguer ces missions à d'autres dépositaires. On peut remarquer qu'aucun éclairage n'est donné quant au nombre et à la nature des missions pouvant être déléguées. Le projet de directive ne précise pas si toutes les missions, y compris la mission de contrôle, peuvent être déléguées, ou bien si cette dernière mission doit demeurer quoi qu'il arrive celle du dépositaire initial uniquement, comme c'est le cas en France. Il ne donne pas davantage de précisions quant aux modalités de délégation. L'interrogation est donc entière face à telle proposition de directive. Quel est l'apport réel d'un texte qui ne fait que rappeler des évidences concernant la mission du dépositaire de FIA, sans avoir de réelle vocation créatrice. Même s'il est évident que ces missions nécessitent un effort de définition évident et jusqu'ici jamais abordé, cet effort semble sabordé par le peu d'efficacité des définitions données. Leur caractère trop général va à l'encontre de l'objectif de précision et de clarté souhaité par la directive.

d'investissement plus agressives¹²⁰⁴. Il s'agit par exemple de la fourniture de financements, d'effet de levier¹²⁰⁵, ou encore de prêt de titres¹²⁰⁶. L'intervention du sous-conservateur a tout d'abord des conséquences en terme de transfert de conservation des actifs, du dépositaire initial au sous-conservateur. Ce transfert occasionne une délégation de conservation¹²⁰⁷. Il conclut avec la société de gestion une convention de Prime Brokerage qui met en place les obligations réciproques de ces deux acteurs. L'ensemble de ces deux accords et de la convention de dépositaire initiale constitue la convention tripartite. Puisque le dépositaire a opéré une délégation de sa mission de conservation, il a une obligation de contrôle des actes opérés par le sous-conservateur.

254. **Plan.** L'intervention d'un sous-conservateur est d'usage courant dans la gestion d'actif. Cependant, la question reste entière quant à la qualification de cette intervention en droit. Pour en discuter, il semble indispensable de commencer cette analyse par une présentation complète, non seulement de l'intervenant en tant que tel (Sous-Section 1), mais également de ses prérogatives au sein du dépôt de titres financiers, à travers son utilisation possible des actifs confiés (Sous-Section 2).

Sous-Section 1. Le sous-conservateur

255. **Plan.** A nouveau, prétendre étudier le sous-conservateur impose de se situer sur deux plans : d'une part sur le plan financier et économique, d'autre part sur le plan purement juridique. Par conséquent nous allons procéder à une analyse parallèle de

¹²⁰⁴ F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²⁰⁵ B. DONDERO, *Droit des sociétés*, troisième édition, Dalloz, 2013, §1181, page 551

¹²⁰⁶ Si cette situation est courante en matière financière, elle n'a fait l'objet d'une expression dans les textes que très récemment et de manière lacunaire. Cependant, les récents apports de la réforme concernant les valeurs mobilières ont permis entre autre de venir préciser ce mécanisme et entériner son fonctionnement.

¹²⁰⁷ Voir *infra*

ces deux environnements. En premier lieu, il s'agit de déterminer qui est la personne du dépositaire et quel est la nature de son intervention (§1), avant de détailler son implication au sein du dépôt, à travers les deux contrats qui le relie au déposant et au dépositaire (§2).

§1. La personne du sous-conservateur

256. **Un teneur de compte-conservateur.** L'OPCVM peut avoir recours à un sous-conservateur, qui est nécessairement un teneur de compte conservateur¹²⁰⁸, au même titre que le dépositaire¹²⁰⁹. L'article L. 214-24-9 du Code monétaire et financier prévoit explicitement la possibilité pour le dépositaire de déléguer à des tiers les fonctions de garde des actifs dans les conditions fixées par le règlement général de l'AMF¹²¹⁰. Mais cette délégation ne peut être effectuée qu'au profit d'un type particulier d'établissement financier. Le sous-conservateur est une banque qui propose des services spécifiques aux hedge funds ou à des dépositaires particuliers, dans le but d'améliorer leurs activités¹²¹¹. Ces activités peuvent consister en de l'intermédiation sur les marchés

¹²⁰⁸ Voir Ière Partie

¹²⁰⁹ La délégation des fonctions de garde des actifs est possible en matière de FIA, mais strictement encadrée. En outre, il est évident que dans le cadre d'une telle délégation, le sous-conservateur devra se soumettre à toutes les exigences de la directive AIFM en matière de garde des actifs. La Financial Conduct Authority a rappelé ce principe, en précisant qu'aucune obligations inhérente au dépositaire dans sa mission de garde des actifs ne pouvait faire défaut à son sous-dépositaire. Voir BRETT S., (December 2013), Outsourcing and delegation in the post-AIFMD environment, *Journal of Securities Operations & Custody*, Volume 6, Number 3, page 268 : « The regulations essentially prohibit the delegation of a depositary's duty, except where it relates to the verification of asset ownership and the safe-keeping of those assets. This means some depositaries will be able to outsource these specific responsibilities to a sub-custody network. The depositary still will have to comply with the other full AIFMD requirements regarding selecting delegates with adequate skills, resources and good repute to execute these depositary services. Indeed, the Financial Conduct Authority (FCA) has advised recently (in September 2013) that it is taking a strict view of AIFM's delegation duties. This means that new depositaries applying to the FCA for a depositary licence will have to ensure they meet Alternative Investment Fund Manager's Directive (AIFMD's) strict requirements in full ».

¹²¹⁰ Voir également l'article 323-32 du Règlement Général de l'AMF

¹²¹¹ J. L'HOMME et C. CAFFARD proposent une définition complète et claire des bénéfices de l'intervention du Prime Broker : « Il convient, à titre d'observation préliminaire nécessaire à l'appréhension des principaux acteurs de la gestion alternative, d'évoquer brièvement le « prime broker ». Même si aucune disposition du règlement général de l'AMF n'est venue régir expressément le

financiers, des investissements ou des stratégies de financement particulières^{1212 1213}. Il offre des services et prestations qualifiés d'« adaptés » aux besoins du dépositaire¹²¹⁴. C'est un prestataire de services d'investissement, qui assure le financement de l'activité, la compensation, le prêt de titres¹²¹⁵, les opérations de couverture de change et la conclusion, le règlement, la livraison ou le paiement relatif à des transactions initiées par le fonds. Ses services vont du financement à effet de levier¹²¹⁶, notamment par le biais de prêts de titres et d'espèces en contrepartie de garanties prises sur les actifs du fonds (cette contrepartie se nomme « collateral » en anglais), à la simplification de la gestion administrative, en passant par la prise en charge de la conservation des actifs¹²¹⁷.

Le sous-conservateur, également qualifié de « courtier principal », est défini par le

recours au prime brokerage par les sociétés de gestion, le prime broker joue pourtant un rôle fondamental dans le fonctionnement des fonds alternatifs à effet de levier, et ce à plusieurs titres. D'origine anglo-saxonne, le prime brokerage correspond à un ensemble de services intégrés proposés par les grandes banques d'investissement, qui visent à offrir aux sociétés de gestion de fonds alternatifs un guichet unique par lequel leur sont fournis des prestations comprenant, en tout ou partie des services d'exécution d'ordres (« brokerage »), de tenue de compte-conservation ainsi que des services de règlement-livraison et de compensation de transactions. En outre, le prime broker, interlocuteur incontournable des hedge funds, à même d'en apprécier l'exposition aux risques de marché et de contrepartie, notamment, finance sous diverses formes (prêts en numéraire et transferts temporaires de titres notamment) les stratégies d'investissement des fonds alternatifs et leur effet levier. En contrepartie, outre diverses rémunérations au titre de ses services, il retire des avantages substantiels du droit d'utilisation qui lui est consenti, pour son propre compte, par les hedge funds relativement aux instruments financiers dont il assure la conservation ou qui lui sont affectés à titre de garantie financière. Précisément, le prime broker, pour couvrir ses engagements, exige la constitution à son profit de sûretés efficaces sur les actifs des fonds alternatifs, ses clients emprunteurs » : J. L'HOMME, C. CAFFARD, *Garanties financières et gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n°1, janvier 2007, dossier 5

¹²¹² F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²¹³ À titre d'exemple, les arrêts de la chambre commerciale de la cour de cassation du 4 mai 2010 donnent quelques précisions sur la question. En effet, l'un d'eux précise au sujet de la société qui ferait office de Prime Broker que « cette dernière fournirait au fonds des financements » : Cass. Com. 4 mai 2010, n° de pourvoi 09-14975. Le second arrêt, en citant la convention de Prime Brokerage, donne à cette occasion des exemples de ces financements, notamment le prêt d'argent, le prêt ou l'avance de titres, l'exécution de toute obligation de verser des fonds ou de livrer des titres. Voir l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010, n° de pourvoi 09-14187, « du contrat de Prime Brokerage, qui, sous l'intitulé « Fourniture de financement », précisait que le Prime Broker pourrait à son entière discrétion : a) « prêter de l'argent à la contrepartie ; b) suite aux cessions ou acquisitions de titres par la contrepartie au titre des transactions, avancer des titres à la contrepartie ; c) exécuter toute obligation de la contrepartie de verser des fonds de livrer des titres » ». Le panel des possibilités d'actions ouvertes au Prime Broker est donc des plus larges.

¹²¹⁴ F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²¹⁵ M. JEANTIN, *Les prêts de titres*, Revue des Sociétés, 1992, page 465

¹²¹⁶ La définition de l'effet de levier est donnée dans le paragraphe suivant.

¹²¹⁷ I. RIASSETTO, A. PRÛM, Bull. Joly Bourse, mai-juin 2009, § 28, page 191

nouvel article L. 204-24 du Code monétaire et financier comme un établissement de crédit, une entreprise d'investissement réglementée ou une autre entité¹²¹⁸ offrant des services aux investisseurs professionnels essentiellement pour financer et exécuter des transactions sur des instruments financiers à titre de contrepartie, et qui peut également fournir d'autres services tels que la compensation et le règlement de transactions¹²¹⁹, des services de compensation, le prêt de titres, les services techniques et le soutien opération sur mesure¹²²⁰.

257. L'intérêt de l'intervention du sous-conservateur. Comme nous venons de le préciser, le sous-conservateur possède un intérêt certain, en ce que ses moyens lui permettent des stratégies financières plus risquées¹²²¹. Il assure l'effet de levier¹²²², car il peut prêter des titres à la société de gestion, lui permettant de vendre à découvert¹²²³, ou bien il peut lui fournir des liquidités qui financent l'achat de nouveaux actifs. Dans les deux cas, il se voit confier en garantie les titres détenus par le fonds¹²²⁴. L'intérêt de l'intervention du sous-conservateur réside ainsi en ce qu'il a la faculté d'offrir

¹²¹⁸ Soumise à une réglementation prudentielle et à une surveillance adéquate.

¹²¹⁹ G. ANDRIA, *Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne*, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002

¹²²⁰ Article L. 214-24 du Code monétaire et financier, modifié par l'ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

¹²²¹ Ce style de stratégie devient de plus en plus courant dans la gestion d'actifs. Voir P. AUVERGNY-BENNETOT, *La gestion d'actifs en France: Aspects économiques*, Revue Banque Edition, 2003, page 17

¹²²² Le terme d'« effet de levier » désigne le mécanisme par lequel un investisseur ayant recours à certaines formes de prêt, peut acquérir sur les marchés financiers une quantité de valeurs bien supérieure à ce que permet le seul capital dont il dispose. Lorsque son portefeuille augmente, les bénéfices ou les pertes engendrés par ce portefeuille augmentent proportionnellement, et permettent donc à l'investisseur de prendre un risque plus important quant à la rentabilité des actions acquises. Cependant, la possibilité de levier n'est pas infini, et fait l'objet de restrictions en fonctions de la nature du titre financier détenu par l'investisseur. À titre d'exemple, sur Euronext Paris, l'effet de levier portant sur les OPCVM actions est limité à 2,5 fois le montant des fonds détenus réellement, sur les OPCVM obligataires il est limité à 4 fois ce montant, et sur les OPCVM monétaires il est limité à 5 fois ce montant.

¹²²³ « La vente à découvert consiste à emprunter un titres contre le versement d'un intérêt, le vendre puis attendre la baisse effective pour le racheter à son prêteur en ayant donc réalisé un profit. Cela consiste donc à parier que le prix d'une action va baisser », Les Echos, Lexique financier, disponible sur http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_vente-a-decouvert.html

¹²²⁴ I.-R. DOUMIC, *Les relations entre gérants et Prime Brokers s'organisent*, L'AGEFI, 3 mars 2006 ; A. PRÛM, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, Revue de Droit Bancaire et Financier, 2009, page 1

des stratégies d'investissement plus diversifiées, en plus de la mission classique d'intermédiation sur les marchés financiers. La plus célèbre de toutes reste l'effet de levier¹²²⁵, qui permet une spéculation plus importante sur les marchés¹²²⁶. L'autre atout apprécié est la faculté du sous-conservateur de prêter des titres financiers à la société de gestion. Il trouve son intérêt à une telle intervention, en ce que le volume des opérations effectuées sur les marchés financiers représente un chiffre d'affaire considérable, ne serait-ce qu'en intermédiation. Cette activité de sous-conservation constitue donc une manne de choix.

Étant spécialistes de tels domaines, les sous-conservateurs sont réputés pour leur gestion plus risquée des fonds¹²²⁷, gestion qui se veut attractive de par la rentabilité élevée qu'ils sont en mesure d'obtenir¹²²⁸. Leur clientèle reste très ciblée et composée uniquement de déposants dont les besoins ne sont pas standardisés, puisqu'elle consiste principalement en des acteurs investissant en masse¹²²⁹, ce qui est le cas des dépositaires d'OPCVM.

258. **Le contrôle du dépositaire.** Un point important doit être précisé dès à présent. Le choix de la personne du sous-conservateur ne revient pas au dépositaire. En pratique, c'est l'OPCVM ou la société de gestion qui, pour des raisons de stratégie financière, décide de faire appel à un sous-conservateur et le désigne. Nous ne sommes donc pas dans la situation où le dépositaire choisit lui-même de confier une partie de sa mission à un sous-traitant qu'il aura sélectionné selon ses propres critères. Cependant, le dépositaire se trouve légalement lié par ce choix, et possède notamment une obligation de

¹²²⁵ M. CHERIF, *Leveraged buy out*, Revue Banque Edition, 2004, page 12

¹²²⁶ Dans pareilles situations, ce sont les sous-dépositaires qui assument le risque de contrepartie des fonds, c'est-à-dire le risque que la partie avec laquelle ils aient contracté ne tienne pas ses engagements : en pratique, c'est le cas où la société de gestion serait dans l'impossibilité de restituer les actifs prêtés ou de résorber les pertes issues de l'effet de levier.

¹²²⁷ M. CHERIF, *Le capital-risque*, Revue Banque édition, 2008, page 20

¹²²⁸ P. AUVERGNY-BENNETOT, *La gestion d'actifs en France: Aspects économiques*, Revue Banque Edition, 2003, page 19

¹²²⁹ Par opposition aux investisseurs individuels, par exemple.

contrôle sur ce sous-conservateur¹²³⁰. Dans sa réponse à la Consultation de la Commission Européenne, le European Trustee & Depository Forum a ainsi rappelé que le dépositaire initial a l'obligation de vérifier que le sous-conservateur remplit certaines conditions tenant à sa personne : il s'agit des compétences et de l'expertise de base, ainsi que de la solidité financière nécessaire pour mener à bien les obligations associées aux fonctions de teneur de compte-conservateur. Ce contrôle peut s'effectuer sous la forme d'audit des capacités opérationnelles, de monitoring de la réputation ou de la solidité financière, ou autres¹²³¹.

Le dépositaire d'OPCVM conserve en toutes circonstances l'obligation d'effectuer un contrôle sur la bonne conservation des actifs par le sous-dépositaire. Cette obligation est d'autant plus importante pour lui que sa responsabilité peut être engagée, en cas de défaut de contrôle. Cependant, les dépositaires n'ont réellement pris la mesure de cette obligation que très récemment. En effet, il y a encore quelques années, les dépositaires ayant délégué leur mission de conservation prenaient peu de peine à en vérifier la correcte exécution. En 2005, une étude relevée que sur dix-huit dépositaires, seuls trois s'assuraient moins d'une fois par an de la bonne prestation de leur sous-traitant, et deux se limitaient à prendre connaissance des procédures internes du délégataire et du rapport du commissaire aux comptes. En outre, quatre établissements avouaient n'avoir jamais vérifié la tenue de la « comptabilité titres » du délégataire en inspectant la réalité des avoirs conservés¹²³². Ce sont certainement les arrêts récents qui ont permis la prise de

¹²³⁰ Le droit irlandais est un peu plus regardant lorsque le dépositaire décide de déléguer sa mission à un tiers : « le dépositaire doit faire preuve d'attention et d'assiduité dans le choix et la désignation d'une tierce partie comme garant » (Alison O'Donnell, chargée de communication au Irish Financial Regulator Services Authority (IFRSA)). Pour le moment, l'Irlande refuse de se prononcer sur la question de la nature des obligations, et ne trouve pas d'équivalent à la distinction entre obligation de moyen et obligation de résultat. Le dépositaire est responsable de toute perte soufferte en raison d'une injustifiable erreur de mise en œuvre de cette obligation, ou de sa mauvaise mise en œuvre de celle-ci.

¹²³¹ European Trustee & Depository Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depository*, I. A. ii. 1. Appointment and monitoring of the counterparties in charge of the safe-keeping of the assets : « For assets held through the Depository's Sub-Custodian network, the Depository should ensure, through due diligence and periodic reviews, that its agents have the core competences and expertise as well as the financial strength to carry out duties associated with the safe-keeping function. This control would be achieved for example through assessment of operational capabilities, review of SAS 70 or equivalent reporting, independent reconciliations, monitoring of reputational and financial strength, etc... »

¹²³² La fonction dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations, *Revue mensuelle de*

conscience de l'enjeu de la délégation de la mission du dépositaire, et la part de responsabilité que conserve ce dernier, même lorsqu'il ne procède plus directement à l'exécution des missions qui lui ont été confiées¹²³³.

259. **L'« intermédiaire pertinent ».** On pourrait valablement s'interroger sur la place octroyée à un tel acteur dans la relation du dépôt. Faut-il le considérer comme un simple complément à l'activité du dépositaire, ou bien comme une partie à part entière ? C'est la Convention d'UNIDROIT^{1234 1235} qui apporte une réponse. Elle prend en compte la réalité du système, puisqu'elle étend le champ d'application de cette Convention aux intermédiaires supplémentaires qui peuvent se greffer aux situations de tenue de compte. Elle réserve aux États membres la possibilité de déclarer cette situation, et de faire de ces nouveaux intervenants les intermédiaires pertinents¹²³⁶.

l'Autorité des marchés financiers, n°11, février 2005, page 35 : « Il apparaît ainsi que certains dépositaires considèrent comme superflu le contrôle sur leur délégataire puisque le choix de la délégation correspondait à la décision de confier cette activité à un établissement plus qualifié, disposant de moyens de contrôles suffisants et bénéficiant d'une réputation dans le domaine. Avec la délégation, le délégant perd l'expertise nécessaire et sa taille, souvent modeste au regard des moyens mis en place par le délégataire, ne l'incite pas à entreprendre des actions sous forme d'audit sur les conditions d'exercice de la tenue de compte conservation ».

¹²³³ Voir Partie III

¹²³⁴ Voir en ce sens le champ d'application de la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 5 : « Un État contractant peut déclarer que la présente Convention s'applique seulement aux comptes de titres tenus par les intermédiaires qui relèvent des catégories précisées dans la déclaration et qui sont soumis, s'agissant de la tenue de comptes des titres, à l'autorisation, à la réglementation, au contrôle ou à la surveillance d'un gouvernement ou d'une autorité publique, ou une banque centrale ».

¹²³⁵ Cet article esquisse les premiers grands traits de ce champ d'application : la Convention d'UNIDROIT concerne des intermédiaires soumis à un contrôle public et une banque centrale, assurant la tenue de compte titres. La Convention est donc bien consacrée exclusivement à la mission de tenue de compte conservation, et vise les intermédiaires attitrés, ceux qui font l'objet d'un contrôle direct par une autorité publique ou un gouvernement. Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 6 : « La présente Convention ne s'applique pas aux fonctions constituant à créer, enregistrer ou réconcilier des titres exercés à l'égard de l'émetteur de ces titres par une personne telle qu'un dépositaire central des titres, une banque centrale ou un agent de transfert ou de registre ».

¹²³⁶ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 7 1. : « Un État contractant peut déclarer que, selon son droit non conventionnel, une personne autre que l'intermédiaire pertinent est chargée d'exercer une ou plusieurs fonctions (mais pas toutes les fonctions) de l'intermédiaire pertinent en vertu de la présente Convention, soit pour l'ensemble des titres intermédiés et comptes de titres, soit pour certaines catégories de titres intermédiés ou de comptes de titres ».

En outre, elle rappelle l'interdiction faite aux dépositaires de déléguer leur mission de contrôle, laquelle doit en tous les cas être assurée par eux-mêmes^{1237 1238}. Il s'agit donc ici d'une avancée conséquente dans la conception du régime du dépôt de titres financiers. Pour la première fois, le rôle et l'importance du sous-conservateur sont reconnus : il n'est plus seulement l'acteur à qui sont confiés les actifs par le dépositaire initial, il prend la place d' « intermédiaire pertinent »¹²³⁹, ce qui a pour conséquence d'en augmenter l'importance et de lui octroyer une reconnaissance réelle¹²⁴⁰. Telle démarche n'avait pas été lancée en droit français.

La Convention d'UNIDROIT définit l'intermédiaire pertinent comme « l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte »¹²⁴¹. Apparaît dès lors la distinction tant espérée entre l'acteur à qui est confiée la garde du compte théorique, et celui qui exerce effectivement cette garde¹²⁴². Identifier le sous-conservateur

¹²³⁷ Le 2. de ce même article précise les mentions impératives de cette déclaration : « La déclaration faite en vertu du présent article : a) précise, le cas échéant, les catégories de titres intermédiés ou de compte de titres concernées ; b) désigne par nom ou par catégorie : i) l'intermédiaire pertinent ; ii) les parties à la convention de compte; et iii) la ou les personnes autres que l'intermédiaire pertinent qui sont chargées d'exercer les fonctions visées au paragraphe 1 ; et c) précise pour chacune de ces personnes : i) les fonctions qu'elle est chargée d'exercer ; ii) les dispositions de la présente Convention qui s'appliquent à cette personne, et notamment si l'article 9, l'article 10, l'article 15 ou l'article 23 s'appliquent ; et iii) le cas échéant, les catégories de titres intermédiés ou de compte de titres concernés ». Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 7 2.

¹²³⁸ Enfin, le 3. de cet article précise : « Sauf disposition contraire de la présente Convention, lorsqu'une déclaration est faite en vertu du présent article, toute référence à un intermédiaire ou à l'intermédiaire pertinent dans une disposition de la présente Convention désigne la ou les personnes chargées d'exercer la fonction visée par cette disposition ». Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 7 3.

¹²³⁹ F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²⁴⁰ F. BUSSIERE, S. PUEL, *op. cit.*, page 32

¹²⁴¹ Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 1 g)

¹²⁴² Il est à remarquer que la Convention ne donne pas davantage d'informations quant à l'idée d'une conception uniforme de la relation qu'entretient réellement l'intermédiaire avec le reste des acteurs. Elle ne fait prévaloir ni la vision du dépositaire comme simple intermédiaire, ni celle où il faut distinguer deux systèmes de traitement des informations, celui entre l'émetteur et le dépositaire d'une part, et celui entre le dépositaire et le titulaire des titres d'autre part. En effet, l'article 8 de la Convention UNIDROIT précise en son 2. : « La présente Convention ne détermine pas la personne que l'émetteur doit reconnaître comme l'actionnaire, l'obligataire ou comme la personne qui a le droit de jouir et d'exercer les droit attachés aux titres, ou qu'il doit reconnaître pour toute autre fin ». Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 8 2. En définitive, le choix de telle ou telle conception est laissée à l'appréciation de chaque État. On peut d'ailleurs regretter que sans réellement prendre partie, la Convention n'en donne pas un minimum d'éléments communs pour indiquer à chaque État la marche à suivre. Cependant, il est concevable que cette ébauche d'harmonisation n'ait pas pour vocation de modifier structurellement les

comme un réel intermédiaire et non plus seulement comme le délégataire de l'intermédiaire est une avancée considérable, dans la mesure où accepter ce concept permet d'envisager une responsabilité du sous-conservateur pour toute action effectuée dans le cadre de cette mission d'intermédiaire, sans que la responsabilité du dépositaire ne soit engagée au titre de la délégation.

260. **En matière de FIA.** La directive AIFM effectue un rappel général de la possibilité d'un recours à un sous-dépositaire. Elle énonce que la garde d'actifs pourrait être déléguée à une tierce partie, qui pourrait à son tour déléguer cette fonction. Cependant, la délégation, comme la sous-délégation, devrait être justifiée de façon objective et respecter des exigences strictes quant à la qualité de la tierce partie chargée de cette fonction, et quant à la compétence, au soin et à la diligence dont le dépositaire devrait faire preuve pour choisir, désigner et contrôler cette tierce partie¹²⁴³. De même, une tierce partie à laquelle est déléguée la fonction de garde des actifs du dépositaire peut tenir un compte distinct commun pour plusieurs fonds alternatifs («compte collectif»)¹²⁴⁴.

Cependant, la directive AIFM crée un cadre strict pour cette délégation, en énonçant que les limites et exigences strictes établies pour la délégation des tâches par le dépositaire s'appliquent à la délégation de ses fonctions spécifiques de dépositaire, c'est-à-dire la surveillance des flux financiers, la garde des actifs et les fonctions de surveillance. La délégation d'autres tâches d'assistance liées à ses tâches de dépositaire, telles que les fonctions administratives ou techniques accomplies par le dépositaire dans l'exercice de ses tâches de dépositaire ne sont pas soumises aux limitations et exigences spécifiques énoncées dans la directive¹²⁴⁵.

opinions de chaque pays sur ce point.

¹²⁴³ Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 nonies

¹²⁴⁴ Directive 2011/61/UE *op. cit.*, Considérant 15 decies

¹²⁴⁵ Directive 2011/61/UE *op. cit.*, Considérant 15 duodecies

§2. La contractualisation du sous-conservateur

261. **Introduction.** Le recours à un sous-conservateur est une incursion dans la relation initiale entre le dépositaire et le déposant. De ce fait, il nécessite la création d'un contrat nouveau prenant en compte cette intervention. En pratique, il s'agit de deux contrats distincts car ayant des fonctions différentes : d'une part la convention de Prime Brokerage, d'autre part la convention tripartite.

262. **La Convention de Prime Brokerage**¹²⁴⁶. La convention de Prime Brokerage est pour ainsi dire la convention initiale de l'intervention du sous-conservateur. Elle désigne le contrat par lequel le gestionnaire de l'OPCVM fait appel au sous-conservateur et lui donne une mission particulière. Cette convention ne requiert dès lors que l'accord de deux parties : la société de gestion d'une part, et le sous-conservateur d'autre part.

Comme tous les contrats de cette catégorie, le contrat de Prime Brokerage est un élément clef de la relation contractuelle, notamment en ce qu'il pourrait avoir une influence relative en matière de responsabilité des différents acteurs¹²⁴⁷. De ce fait, le contrat de Prime Brokerage fait l'objet d'une mention particulière quant aux obligations de chacun, et d'une certaine surveillance par l'AMF. Il contient nécessairement la description des modalités d'appels de marge par le créancier, un rappel du préavis de résiliation de la convention qui ne peut pas être inférieur à quarante-cinq jours calendaires (le délai de préavis pour la résiliation de la convention par l'OPCVM devant être supérieur à quinze jours calendaires)¹²⁴⁸. Si la convention ne contient pas ces clauses, la société de gestion transmet une note technique expliquant pourquoi ces clauses ne figurent pas dans le contrat ainsi que les modalités permettant de sécuriser le recours à un

¹²⁴⁶ Le terme de « Prime Brokerage » est issu du « Prime Broker ». Cette appellation sera expliqué dans la Section 2, Sous-Section 1.

¹²⁴⁷ Voir *infra*

¹²⁴⁸ Instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Annexe I.9

sous-conservateur pour l'OPCVM, de manière équivalente¹²⁴⁹. Il s'agit donc ici d'un contrat très complet et sécurisé, et l'AMF, par cette clause de demande d'autorisation, exerce une surveillance sur les situations où les contrats ne correspondraient pas aux exigences mentionnées¹²⁵⁰.

263. **La convention tripartite.** Le terme de « convention tripartite » est l'appellation générique de la « convention tripartite de sous-dépositaire »¹²⁵¹. Conclue entre la société de gestion de fonds, le dépositaire et le sous-conservateur, elle a un caractère plus technique que la convention de Prime Brokerage¹²⁵², car elle vise à prévoir les modalités de sous-conservation de tout ou partie des actifs de l'OPCVM par le sous-conservateur¹²⁵³. En pratique cette convention contient un ensemble de sous-conventions, qui fédèrent son caractère multilatéral¹²⁵⁴. La convention tripartite comporte une

¹²⁴⁹ Instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Annexe I.9

¹²⁵⁰ La convention de Prime Brokerage concernant un sous-dépositaire étranger fait l'objet d'une attention particulière portée par le Règlement Général de l'AMF (Article 322-45 du Règlement Général de l'AMF). L'accord entre le dépositaire français et le sous-conservateur étranger prévoit les conditions de tenue du ou des comptes ouverts au nom du teneur de compte conservateur dans les livres du mandataire, l'obligation de communication de toute information relative aux mouvements enregistrés sur le ou les comptes du teneur de compte conservateur, ainsi que des situations périodiques des instruments financiers en dépôt, et enfin le respect des usages locaux. L'AMF ajoute donc à la convention de Prime Brokerage déjà existante, une convention supplémentaire entre le sous-conservateur et le dépositaire.

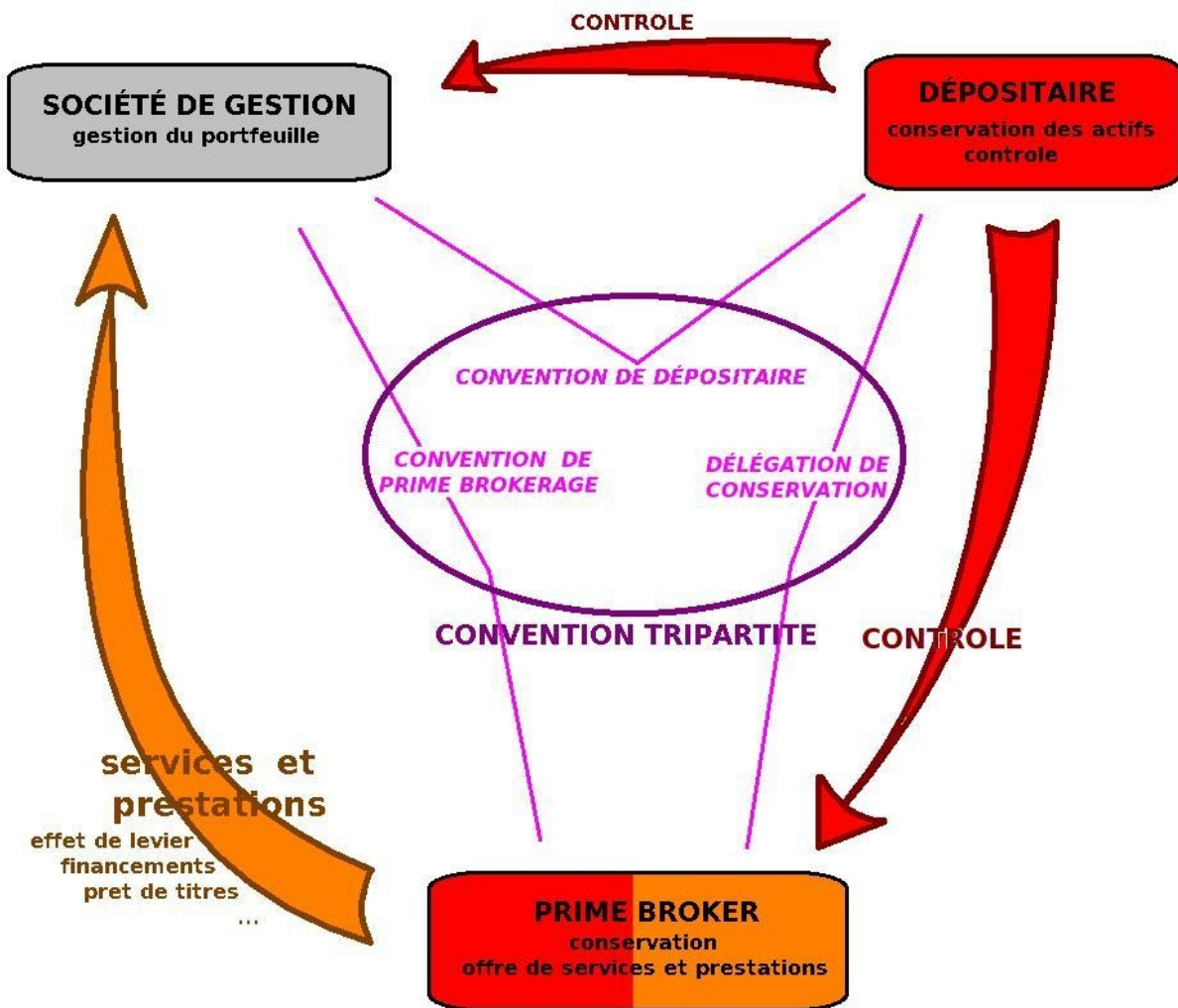
¹²⁵¹ Ou encore sous son appellation anglaise : « tripartite sub-custody agreement ». Voir A. PRŮM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 192

¹²⁵² F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²⁵³ En droit américain, La notion de convention tripartite (depository pledge agreement) apparaît dans certains codes nationaux, en même temps que le tiers sous-conservateur (trustee). C'est le cas par exemple du Washington Revised Code, qui le décrit comme une convention tripartite exécutée entre la commission, son dépositaire et son sous-dépositaire désigné. Une telle convention doit obtenir l'accord des directeurs ou du comité de prêt de l'institution financière et correspond à un état perpétuel de l'institution financière. Les nouveaux titres sont engagés en vertu de cet accord, en substitution ou en addition des titres déjà engagés sans avoir besoin de rédiger un nouvel accord : « « Depository pledge agreement » means a tripartite agreement executed by the commission with a financial institution and its designated trustee. Such agreement shall be approved by the directors or the loan committee of the financial institution and shall continuously be a record of the financial institution. New securities may be pledged under this agreement in substitution of or in addition to securities originally pledged without executing a new agreement ; », Washington Revised Code RCW 39.58.010: Definitions, (14). Voir également A. COURET, *ADR, EDR, nomines, trustees, partnerships, global custodians, etc* », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire*, Revue des Sociétés, 1999, page 555

¹²⁵⁴ Une telle formule n'est pas sans rappeler la comparaison entre sous-contrat et cocontrat : P.

convention de Prime Brokerage entre le fonds et le sous-conservateur¹²⁵⁵, une convention de dépositaire entre le fonds et le dépositaire et une délégation de conservation entre le sous-conservateur et le dépositaire, cette dernière étant la plus sensible¹²⁵⁶, notamment en raison de la portée et de l'influence qu'elle pourrait avoir en matière de responsabilité¹²⁵⁷.



MALAUURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 432

¹²⁵⁵ S. PUEL, *Prime Brokerage, la réglementation évolue*, Banque et Stratégie, n°224, 2005, page 13

¹²⁵⁶ I.-R. DOUMIC, *Les relations entre gérants et Prime Brokers s'organisent*, L'AGEFI, 3 mars 2006

¹²⁵⁷ En effet, quelle serait la valeur d'une clause de cette convention, si celle-ci organisait un transfert de responsabilité du dépositaire vers le sous-conservateur ? Ce point sera détaillé plus avant.

264. **Les conséquences de cette convention en terme de responsabilité.** Le dépositaire ne choisit pas la personne du sous-conservateur, par exemple lorsque cette initiative est prise par la société de gestion. Le dépositaire se voit alors imposer un sous-conservateur¹²⁵⁸. Cependant, la connaissance et l'acceptation de ce sous-conservateur par la société de gestion ne dégage pas le dépositaire de sa responsabilité, ni de son obligation de restitution. Ainsi, dans des arrêts de la Cour de Paris du 8 avril 2009, le dépositaire invoquait le fait que le sous-conservateur lui avait été imposé. Il avait été choisi à l'initiative et avec l'accord de la société de gestion. Dès lors, ce n'est pas le dépositaire qui confie les actifs à un sous-dépositaire, mais la société de gestion qui transfère les actifs¹²⁵⁹. Le dépositaire estimait qu'en cas de disparition des actifs, sa responsabilité ne pouvait être engagée, puisqu'il n'était ni en charge de la gestion des actifs, ni à l'origine du choix du sous-conservateur¹²⁶⁰. Ce à quoi la Cour d'appel de Paris a répondu que le dépositaire est tenu en toutes circonstances d'une obligation de restitution immédiate des actifs, et que la nomination d'un sous-conservateur était sans effet sur cette obligation¹²⁶¹, même si le sous-conservateur n'a pas été choisi par le dépositaire¹²⁶².

265. **L'agrément de l'AMF.** Qu'il s'agisse d'une convention tripartite ou d'un contrat de Prime Brokerage, cet accord doit nécessairement faire l'objet d'un agrément de l'AMF. Selon un auteur, il n'y a aucun moyen de réguler un sous-

¹²⁵⁸ F. BUSSIERE, S. PUEL, *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32

¹²⁵⁹ CA Paris, 08 avril 2009, RG n°2008/22085, voir aussi RG n° 2008/22106 et RG n°22218, « RBC DEXIA soutient, enfin, que, contrairement à ce qu'affirme l'Autorité, les dispositions de l'article L. 214-26 du code monétaire et financier, selon lesquelles la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ne font pas pour autant peser sur elle une obligation de restitution dès lors que les actifs n'ont pas été confiés au Prime Broker par le seul dépositaire mais à l'initiative et avec l'accord de la société de gestion ».

¹²⁶⁰ Voir *infra*

¹²⁶¹ CA Paris, 08 avril 2009, RG n°2008/22085, voir aussi RG n° 2008/22106 et RG n°22218, « Mais considérant que le dépositaire, qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs de l'OPCVM dont il a la garde, est tenu, en toutes circonstances, même s'il en a confié la sous-conservation à un tiers, d'une obligation de restitution immédiate de ces actifs en vertu de dispositions d'ordre public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ».

¹²⁶² Elle met en avant le caractère d'ordre public de cette obligation, qui montre qu'en aucun cas et sous aucune circonstance le dépositaire pourra ne s'en dégager.

conservateur établi hors France. Par le biais de l'agrément de la convention tripartite, l'AMF garde de fait un droit de regard sur la capacité de tous les acteurs¹²⁶³, et se réserve un certain contrôle sur le choix du sous-conservateur, choix qui se justifie et s'applique principalement lorsque le sous-conservateur est établi hors de France. Cet agrément s'inscrit directement dans un objectif de protection des investisseurs, en ce que l'AMF étend son champ de connaissances au-delà des simples opérations nationales, dans les montages qui impliquent non seulement des acteurs nationaux mais aussi étrangers, et qui seraient susceptibles de porter atteinte aux intérêts des investisseurs français¹²⁶⁴.

266. **Conclusion de la Sous-Section 1.** Le sous-conservateur est un personnage nouveau dans le mécanisme du dépôt. Il offre des services spécifiques qui correspondent parfaitement aux attentes des investisseurs. Et bien que contrôlé par le dépositaire, il procède à des manipulations plus risquées. Parmi ses nombreuses prérogatives, l'une d'elle est particulièrement intéressante au regard du droit commun du dépôt : il s'agit de sa faculté de réutiliser pour son propre compte une partie des actifs qui lui sont confiés.

Sous-Section 2. L'utilisation des actifs confiés : le droit de re-use

267. **Plan.** Le recours à un sous-conservateur présente un intérêt pour l'OPCVM, pour les raisons que nous venons d'évoquer. Mais le sous-conservateur n'est pas un simple teneur de compte spécialisé en gestion risquée des actifs¹²⁶⁵. Il possède une prérogative qui lui est propre, à travers la faculté d'un usage déterminé des actifs qui lui

¹²⁶³ Voir en ce sens I.-R. DOUMIC, *Les relations entre gérants et Prime Brokers s'organisent*, L'AGEFI, 3 mars 2006

¹²⁶⁴ G. ENDREO, P. CLERMONTTEL, *Placement privé et appel public à l'épargne*, Revue Trimestrielle de Droit Bancaire et Bourse, 1992, n°14, page 96 ; T. GRANIER, *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars 2009, n°2, étude 10, page 7

¹²⁶⁵ M. CHERIF, *Le capital-risque*, Revue Banque édition, 2008, page 22

sont confiés. Cet usage se nomme droit de re-use (§1), et fait l'objet d'une définition pas toujours uniforme d'une législation à une autre (§2). Proche de ce droit de re-use, le nantissement des actifs est aussi une option ouverte au sous-conservateur (§3). Quelle que soit la méthode retenue, une telle utilisation n'est pas sans influence sur la solvabilité du dépositaire en cas de demande de restitution immédiate (§4).

§1. La présentation du droit de re-use

268. **La présentation du droit de re-use.** Le sous-conservateur exige souvent la constitution d'une garantie de tout ou partie des actifs de l'OPCVM qu'il héberge dans ses comptes. Ces avoirs peuvent comprendre un droit de re-use¹²⁶⁶, c'est-à-dire de réutilisation des actifs, permettant au sous-conservateur de les utiliser comme s'il en était propriétaire¹²⁶⁷. Il s'agit à nouveau d'un droit réel¹²⁶⁸. C'est un concept relativement récent¹²⁶⁹, prévu à l'article L.431-7-3 III du Code monétaire et financier¹²⁷⁰, et qui peut constituer en la remise en pleine propriété des instruments financiers¹²⁷¹, contrats, créances, droits ou sommes d'argent ou constituer des sûretés sur de tels biens ou droits au bénéfice du sous-conservateur dans les conditions et les limites définies par la partie réglementaire du code monétaire et financier, ou bien de la remise des biens ou droits de l'OPCVM ayant fait l'objet d'une constitution de sûreté au bénéfice du sous-conservateur peuvent être utilisés ou aliénés à charge pour lui de restituer à l'OPCVM des

¹²⁶⁶ Le terme de « re-use » est la traduction anglaise de « réutilisation ». C'est l'unique terme utilisé couramment dans la pratique financière.

¹²⁶⁷ Le fonctionnement de ce droit de réutilisation est présenté dans la première partie de l'annexe I.9 de l'instruction du 25 janvier 2005.

¹²⁶⁸ B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87 ; S. GINOSSAR, *Pour une meilleure définition du droit réel et du droit personnel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 573

¹²⁶⁹ Voir B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87

¹²⁷⁰ « L'acte prévoyant la constitution des sûretés mentionnées au I peut définir les conditions dans lesquelles le bénéficiaire de ces sûretés peut utiliser ou aliéner les biens ou droits en cause, à charge pour lui de restituer au constituant des biens ou droits équivalents ».

¹²⁷¹ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 365

biens ou droits équivalents¹²⁷². Un auteur fait une remarque intéressante en notant que « ce droit de réutilisation n'a de pertinence et ne trouve à s'appliquer qu'aux sûretés n'opérant pas transfert de propriété, le donneur de garantie conservant la propriété des titres qu'il donnait en nantissement, les instruments financiers ne pouvaient avant la réforme être cédés ou utilisés par le bénéficiaire, à la différence du propriétaire qui a le droit d'utiliser les biens »¹²⁷³. Il ne s'agit donc pas d'un transfert de propriété, mais d'un simple mécanisme proche du nantissement¹²⁷⁴.

À travers le droit de re-use, le sous-conservateur se réserve le droit de ponctionner une part prédéfinie des actifs qui lui sont confiés, pour les utiliser à ses fins personnels¹²⁷⁵. Il peut ainsi accroître son profit en effectuant ses propres investissements sur ces actifs et en en tirant des bénéfices, alors qu'il n'en est pas le propriétaire¹²⁷⁶. Du point de vue économique, ce droit particulier de réutilisation est très révélateur de l'apport indéniable du sous-conservateur¹²⁷⁷. Pour l'OPCVM, son apport est d'une telle

¹²⁷² Instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Annexe I.9

¹²⁷³ B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87

¹²⁷⁴ La question du nantissement sera étudiée plus avant.

¹²⁷⁵ Il est ainsi à rapprocher d'une garantie de crédit, telle que présentée par D. LEGAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, LGDJ, neuvième édition, 2013.

¹²⁷⁶ La Convention d'UNIDROIT reconnaît, dans son article 34 intitulé « Droit d'utiliser les titres remis en garantie », la faculté du sous-dépositaire de bénéficier du droit de re-use, qu'elle nomme « droit d'utilisation ». Elle le définit comme le droit pour le preneur de garantie d'utiliser et de disposer des titres remis comme s'il en était propriétaire. Il peut les utiliser, à charge pour lui de les remplacer pour les restituer au constituant de garantie (le dépositaire initial), au plus tard lors de l'extinction des obligations garanties, ou lorsque le contrat de garantie prévoit la remise d'autres actifs en cas de survenance d'un fait concernant ou affectant les titres remis en garantie. Ces actifs de substitution doivent être, de la même manière que les titres initialement remis en garantie, soumis à la garantie constituée en vertu du contrat de garantie, et à tous autres égards soumis aux clauses du contrat de garantie. Enfin la Convention d'UNIDROIT rappelle que l'exercice d'un droit d'utilisation ne frappe pas d'invalidité ou d'inefficacité tout droit du preneur de garantie en vertu du contrat de garantie ou du droit non conventionnel : Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 34. Cet apport de la Convention d'UNIDROIT peut sembler minime car il ne présente pas d'avancée dans les principes de fonctionnement : il ne fait que présenter le droit d'utilisation des actifs, et l'obligation pour l'utilisateur de ces titres de remplacer d'éventuelles pertes par des actifs de substitution soumis à la même garantie. Cependant cet article n'est pas négligeable, car il a le mérite d'harmoniser cette première base d'utilisation, qui est complétée par d'autres articles de cette même convention.

¹²⁷⁷ Une telle option permet en outre d'augmenter la liquidité des marchés financiers du fait de la réutilisation des instruments financiers. Voir B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87 : « En effet, d'ordinaire, des instruments financiers nantis sont « gelés » sans aucune utilisation possible. Il s'agit essentiellement de pouvoir mobiliser les sûretés et les utiliser pour une gestion plus active du portefeuille d'instruments financiers ».

importance que quoi qu'il arrive il est supérieur à la cote part des actions confiées au sous-conservateur, qui ne rapporteront par conséquent aucun rendement à l'OPCVM.

269. **La réalisation des actifs.** La Convention d'UNIDROIT prévoit les obligations de chacun en cas de réalisation des actifs dans son article 33¹²⁷⁸. Le preneur de garantie peut réaliser les titres remis en garantie en vertu d'un contrat de garantie avec constitution de sûreté, en les vendant et en affectant le produit net de la vente à l'exécution partielle ou complète des obligations garanties, ou bien en s'appropriant les titres remis en garantie et en affectant leur valeur à l'exécution d'obligations garanties par la compensation ou à titre d'exécution partielle ou complète, pour autant que le contrat de garantie prévoit cette forme de réalisation et détermine à cette fin les modalités d'évaluation des titres remis en garantie¹²⁷⁹. En outre, certaines conditions peuvent être posées¹²⁸⁰. Si un cas de réalisation se produit avant l'exécution de toute obligation du

¹²⁷⁸ L'article 38 de la Convention d'UNIDROIT rappelle la souveraineté des États contractants et l'origine encore récente de l'impératif d'harmonisation. En effet, cet article laisse une marge de manœuvre aux États, notamment en leur réservant la possibilité de déroger aux règles présentées antérieurement pour certains cas particuliers. Ils peuvent ainsi décider que la convention ne s'applique pas aux contrats de garantie conclus par des personnes physiques ou par d'autres personnes relevant des catégories précisées dans la déclaration, aux titres intermédiés qui ne sont pas négociables sur un marché boursier ou réglementé, et enfin aux contrats de garantie se rapportant à des obligations garanties relevant de toute catégorie précisée dans la déclaration. Voir la Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 38.

¹²⁷⁹ L'article 36 règle une question particulière rarement évoquée dans les textes, puisqu'elle traite du point particulier des appels de marge ou substitution de garantie. Ainsi, lorsqu'un contrat de garantie stipule une obligation de remettre des titres intermédiés supplémentaires, que ce soit pour tenir compte de toute variation de la valeur de actifs remis en garantie ou du montant des obligations garanties ou pour tenir compte de toute circonstance aggravant le risque de crédit encouru par le preneur de garantie tel que déterminé par référence à des critères objectifs relatifs à la solvabilité, l'exécution des obligations ou la condition financière du constituant de garantie ou de toute autre personne débitrice des obligations garanties, et dans la mesure permise par le droit non conventionnel, dans toute autre circonstance précisée dans le contrat de garantie ; ou bien lorsqu'il stipule un droit de substituer des titres ou d'autres actifs d'une valeur équivalente aux titres ou autres actifs remis en garantie, la remise de titres ou d'autres actifs visés aux alinéas a) et b) n'est pas considérée comme frappée d'invalidité, contre-passée ou révoquée du seul fait qu'elle intervient pendant une certaine période relative au constituant de garantie, ou après que les obligations garanties sont nées. Un État contractant peut cependant décider de ne pas appliquer cette règle. Voir la Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 36. Dans le cas d'une non application, un contrat de garantie ou la remise de titres remis en garantie en vertu de celui-ci n'est pas considéré comme frappé d'invalidité, contre-passé ou révoqué du seul fait que le contrat est conclu ou que les titres remis en garantie sont remis pendant une certaine période avant l'ouverture, ou le même jour que mais avant l'ouverture, d'une procédure d'insolvabilité en constituant une garantie. Voir la Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 37.

¹²⁸⁰ F. AUCKENTHALER, *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations*

preneur de garantie de remettre des titres équivalents conformément à un contrat de garantie, cette obligation et les obligations de garanties peuvent être soumises à une clause de compensation^{1281 1282}.

§2. Les nuances internationales du droit de re-use

270. **Introduction.** L'intervention du sous-conservateur telle qu'elle vient d'être présentée est loin d'être un phénomène national. Il intervient dans la plupart des pays pour lesquels le dépositaire possède des prérogatives similaires à celles de la France. Au Royaume-Uni, d'où est issu le mécanisme originel¹²⁸³, l'usage par le sous-conservateur de son droit de re-use se nomme « rehypothecation » : il a le droit de « réutiliser » les actifs de ses clients pour son propre intérêt. Quand les actifs sont « rehypothecated », le fonds perd la propriété de ces actifs et ne conserve qu'un droit à leur restitution¹²⁸⁴.

financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières, La Semaine Juridique, 2005, n°1519

¹²⁸¹ Les titres remis en garantie peuvent être réalisés et une clause de compensation peut être mise en œuvre sous réserve de toute disposition contraire du contrat de garantie, sans qu'il ne soit requis de notifier préalablement l'intention de réaliser les titres remis en garantie ou de mettre en œuvre la clause de compensation, de soumettre les conditions de réalisation des titres remis en garantie ou de mise en œuvre de la clause de compensation à l'approbation d'un tribunal, d'un officier public ou ministériel ou de toute autre personne, ni de réaliser les titres remis en garantie par enchères publiques ou de toute autre manière prescrite ou de mettre en œuvre la clause de compensation de toute manière prescrite ; et ce nonobstant l'ouverture ou la poursuite d'une procédure d'insolvabilité relative au constituant ou au preneur de garantie. Voir la Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 33.

¹²⁸² Enfin, l'article 35 apporte de nouvelles précisions : « Les articles 33 et 34 ne font pas obstacle à toute exigence imposée par le droit non conventionnel de procéder d'une manière commercialement raisonnable à la réalisation ou à l'évaluation des titres remis en garantie ou au calcul de toute obligation ». Convention d'UNIDROIT *op. cit.*, Article 35

¹²⁸³ B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87

¹²⁸⁴ A. YIP, *Prime Brokerage, The future of Prime Brokerage in the UK*, The hedge fund journal, décembre-janvier 2009. Cet article visait plus particulièrement les hedge funds, mais dans leurs cas les règles relatives au Prime Broker et leur fonctionnement interne sont identiques. Un Prime Broker de hedge fund et un Prime Broker de dépositaire d'OPCVM ont donc la même définition et la même organisation : « the common market practice of rehypothecation – i.e. the right of the Prime Broker to 're-use' clients' assets for its own purposes. When assets are rehypothecated, hedge funds lose title to those assets and are left with a contractual right to redelivery of those assets ».

En réalité, le terme « rehypothecation » en droit anglo-saxon possède des définitions diverses, qu'il faut d'ores et déjà éloigner de la notion d'hypothèque en droit français¹²⁸⁵. Il englobe en premier lieu le fait d'utiliser les valeurs mobilières confiées comme d'une sécurité pour des investissements propres¹²⁸⁶. En tant que garanties d'un investissement financier¹²⁸⁷, la « rehypothecation » est la possibilité pour un sous-conservateur de se servir des titres confiés comme d'une sûreté pour ses propres opérations¹²⁸⁸. On retrouve ici la notion d'usage personnel similaire à celui applicable au droit de re-use¹²⁸⁹ ¹²⁹⁰. Plus précisément, la rehypothecation signifie que la garantie déposée par un fonds au sous-conservateur peut être utilisée par ce dernier pour son propre intérêt. Toutes les conventions de Prime Brokerage contiennent un accord tacite qui autorise cette pratique, sauf clause contraire¹²⁹¹. Les sources financières ont pu suggérer que cette rehypothecation des actifs est historiquement moins coûteuse que d'avoir recours à d'autres formes de garanties pour financer le recours à un sous-conservateur¹²⁹².

¹²⁸⁵ Qui constitue une sûreté réelle immobilière. Voir C. LE GALLOU, *Droit des sûretés et droit des procédures collectives*, Larcier, 2012, page 115

¹²⁸⁶ « The pledging of securities in customer margin accounts as collateral for a brokerage's bank loan ». (InvestorWords.com)

¹²⁸⁷ « Hypothecation and rehypothecation, respectively, are commonly used to describe the means by which securities brokers and dealers first extend credit on margin to their customers using pledged securities as collateral, and then pledge the client-owned securities held in the client's margin account as collateral for the brokerage's bank loan. In this example, hypothecation describes the posting collateral to secure the customer's obligation to the broker ; rehypothecation is the pledging by the broker of hypothecation and rehypothecation is technically inaccurate, since the pledgee of the securities collateral, in the case of the broker, may be deemed to have possession of it ». (Wikipedia)

¹²⁸⁸ « What does Rehypothecation Mean? When a broker pledges hypothecated client owned securities in a margin account to secure a bank loan. This is also known as a margin loan ». (Investopedia.com)

¹²⁸⁹ « Rehypothecation : US practise in securities trading whereby (under certain circumstances) a broker may use securities in his or her possession (but owned by a customer) as collateral to raise a loan to cover a short position ». (BusinessDictionary.com)

¹²⁹⁰ M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 1 : « Rehypothecation is the practice that allows collateral posted by, say, a hedge fund to their Prime Broker to be used again as a collateral by that Prime Broker for its own funding ».

¹²⁹¹ « Rehypothecation occurs when your broker, to whom you have hypothecated – or pledged – securities as collateral for a margin loan, pledges those same securities to a bank or other lender to secure a loan to cover the firm's exposure to potential margin account losses. When you open a margin account, you typically sign a general account agreement with your broker, in which you authorize your broker to rehypothecate ».

¹²⁹² M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 1 : « Rehypothecation means that collateral posted by a Prime Broker client (e.g., hedge fund) to their Prime Broker can be used as collateral also by the Prime Broker for its own purposes. Every Customer Account Agreement or Prime Brokerage

271. **Une distinction nuancée avec le droit de re-use.** Si le Financial Stability Board reconnaît cette pratique et la définit comme ayant des effets similaires à ceux en matière de pleine propriété¹²⁹³, il note cependant qu'il existe une nuance entre la rehypothecation et le droit de re-use. Le droit de re-use concerne n'importe quelle réutilisation des actifs confiés lors d'une transaction, pour servir de garantie à une autre transaction, alors que la rehypothecation ne concerne que la réutilisation des actifs du client. Le droit de re-use peut être utilisé pour faciliter l'effet de levier¹²⁹⁴, alors que la rehypothecation ne permet que la constitution d'une garantie¹²⁹⁵.

272. **Le rehypothecation au Royaume-Uni.** Des nuances d'appréciation existent au sein du régime anglo-saxon. Le document fourni par le FMI concernant la rehypothecation après Lehman Brothers effectue une comparaison rapide

Agreement with a Prime Brokerage client will include a blanket consent to this practice unless states otherwise. Market sources suggest that rehypothecation of assets has historically been a cheaper way of financing the prime business than turning to the repo market ».

¹²⁹³ Financial Stability Board, (29 août 2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos, page 6 « • rehypothecation can replace ownership of securities with a contractual claim on a financial institution to return equivalent securities, with ownership of the re-hypothecated securities transferring to this institution. rehypothecation of client assets can create financial stability risks especially if clients are uncertain about the extent to which their assets have been re-hypothecated, or about the treatment in case of bankruptcy. For example, uncertainty may increase the possibility of a run on a prime-broker if there are concerns about its credit worthiness. • To the extent that the client has no offsetting indebtedness to the financial institution, the contractual obligation to return equivalent securities is akin to an unsecured obligation in some jurisdictions. The financial institution can in turn re-use those securities, e.g. as collateral to borrow money in the wholesale markets. • The policy goal is to reduce financial stability risks arising from client uncertainty about the extent to which assets have been re-hypothecated and the treatment in case of bankruptcy, and to limit rehypothecation of client assets (without an offsetting indebtedness) to financial intermediaries subject to adequate regulation of liquidity risk. This would be especially relevant for any jurisdictions where clients have insufficient visibility or authority over how agents are using their assets ».

¹²⁹⁴ Voir en ce sens M. CHERIF, *Leveraged buy out*, Revue Banque Edition, 2004, pages 14 et suivantes

¹²⁹⁵ Financial Stability Board, (29 août 2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos, pages 16 et 17 : « 3.2 Requirement on rehypothecation “rehypothecation” and “re-use” of securities are terms that are often used interchangeably. The FSB finds it useful to define “re-use” as any use of securities delivered in one transaction in order to collateralise another transaction; and “rehypothecation” more narrowly as re-use of client assets.¹⁹ Re-use of securities can be used to facilitate leverage. The FSB notes that if re-used assets are used as collateral for financing transactions, they could potentially be subject in the future to the proposals on minimum haircuts in Annex 2 intended to limit the build-up of excessive leverage » .

des régimes anglais et américain en matière de rehypothecation. La première remarque concerne le montant autorisé de cette rehypothecation en Angleterre. Ce document révèle qu'en Angleterre, ce montant est illimité¹²⁹⁶. La liberté laissée au sous-conservateur semble donc considérable, et ce d'autant plus qu'il n'existe dans ce pays aucune règle de protection des investisseurs sur ce point, à la différence du Securities Act de 1933 en droit américain¹²⁹⁷. Le domaine des sous-conservateurs est donc totalement libre et ne fait l'objet d'aucune protection, le sort des investisseurs étant directement lié à la prudence ou l'imprudence de ces intervenants.

273. **Une comparaison étendue.** Le FMI se prête également à une comparaison plus approfondie entre le régime de protection des consommateurs anglais et le régime américain. La première constatation du FMI est un défaut de protection du consommateur anglais en matière de sous-conservateur : un corpus défini de règles pour la protection de l'investisseur en cas de rehypothecation des actifs existe aux États-Unis, mais pas au Royaume Uni. Cette différence signifie que quand Lehman Brothers International (Europe) a été déclaré insolvable, il n'y avait aucune protection statutaire pour les investisseurs au Royaume-uni¹²⁹⁸, alors qu'en droit américain, le Securities Investor Protection Act (SIPA) de 1970 autorise certaines procédures qui peuvent s'appliquer en cas d'insolvabilité du Prime Broker¹²⁹⁹.

La conséquence de cette absence de texte est un niveau de protection du

¹²⁹⁶ M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 3 : « In the United Kingdom, such use of customer's assets by a Prime Broker can be for an unlimited amount of the customer's assets ».

¹²⁹⁷ M. SINGH, J. AITKEN, *op. cit.*, page 3 : « And moreover, there are no customer protection rules (such as in the United States under the Securities Act of 1933) ».

¹²⁹⁸ F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

¹²⁹⁹ M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 3 : « A defined set of customer protection rules for rehypothecated assets exists in the United States, but not in the United Kingdom. This difference meant that when Lehman Brothers International (Europe) filed for insolvency, there was no statutory protection available to those customers as the United Kingdom insolvency regime is not specific to entity type. In the United States, however, the Securities Investor Protection Act (SIPA) of 1970 provides for certain procedures that will apply in the event of the insolvency of a broker-dealer ».

consommateur différent d'un continent à un autre, voire d'un pays à un autre, comme le relève le Working Paper du FMI avec l'exemple des différences de traitement à la suite de Lehman. Les clients de Lehman Brothers US seraient traités plus avantageusement que ceux de Lehman Brothers International (Europe) en termes de réactivité et d'identification du retour des actifs faisant l'objet d'une rehypothecation¹³⁰⁰. Les différences de traitement entre les régimes de protection des investisseurs anglais et américains sont flagrantes, et le FMI les regrette¹³⁰¹.

274. **La remise en cause de la rehypothecation.** Le Financial Stability Board prête une attention particulière à cette faculté de rehypothecation. Il considère qu'en l'absence d'une information suffisante, il peut constituer un risque pour l'investisseur¹³⁰². Selon lui, les investisseurs devraient être informés quotidiennement du montant maximal des titres qui peuvent faire l'objet d'une rehypothecation, de ceux qui ne peuvent pas l'être, et de ceux qui l'ont déjà été. Seules de telles mesures permettraient une information suffisante. Il rappelle également la nécessité d'une harmonisation des règles en vigueur sur ce point dans les différents systèmes juridiques¹³⁰³. Dès lors, ses

¹³⁰⁰ Aux États-Unis, les règles de protection du consommateur s'exercent en conjonction avec la procédure « Federal Bankruptcy » pour les Brokers, créée par SIPA. Voir en ce sens M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 1 : « Hence, the customers of Lehman Brothers Inc. (U. S.) could potentially be treated more advantageously than the U.K. Customers of Lehman Brothers International (Europe) in terms of the timing and identification of the return of rehypothecated assets. The customer protection rule is designed to work in conjunction with the Federal Bankruptcy scheme for Broker-dealers created by SIPA ».

¹³⁰¹ Voir également en ce sens S. GKANTINIS, *Regulation and Innovation : Comparing U.S. And European Equity Trading Markets*, Mémoire, Harvard Law School, 16 février 2006, pages 27 et suivantes

¹³⁰² Voir également L. AYNES, *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 593

¹³⁰³ Financial Stability Board, (29 août 2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, pages 16 et 17 : « The FSB believes more safeguards are needed on rehypothecation of client assets: • Financial intermediaries should provide sufficient disclosure to clients in relation to rehypothecation of assets so that clients can understand their exposures in the event of a failure of the intermediary. This could include, daily, the cash value of: the maximum amount of assets that can be re-hypothecated, assets that have been re-hypothecated and assets that cannot be re-hypothecated, i.e. they are held in safe custody accounts. • Client assets may be re-hypothecated by an intermediary for the purpose of financing client long positions and covering short positions, but they should not be re-hypothecated for the purpose of

recommandations en matière de rehypothecation sont simples : d'une part, une information et une formation des clients suffisantes pour qu'ils comprennent l'enjeu et le risque encouru par de tels investissements¹³⁰⁴, et d'autre part, lorsque les actifs confiés sont déjà utilisés comme garanties pour financer des positions à long terme ou couvrir des positions à court terme, ils ne devraient pas faire l'objet d'une rehypothecation dans l'intérêt unique du sous-conservateur. Enfin, seules les entités possédant une régulation du risque de liquidité adéquate devraient avoir le droit de pratiquer cette rehypothecation¹³⁰⁵.

Le Financial Security Board reconnaît que les aspects légaux, opérationnels et économiques de la rehypothecation peuvent accroître le risque systémique¹³⁰⁶. C'est pourquoi il préconise une harmonisation de cette rehypothecation avec les autres mécanismes en vigueur. La chute de Lehman ayant mis en avant ces disparités en matière de protection du consommateur et la grande faiblesse de cette protection, le FMI relève que la rehypothecation est en recul depuis cet événement, et que les sous-conservateurs préfèrent désormais les garanties sous forme d'argent plutôt que sous forme d'actions, car

financing the intermediary's own-account activities. • Only entities subject to adequate regulation of liquidity risk should be allowed to engage in the rehypothecation of client assets. Harmonisation of client asset rules with respect to rehypothecation is, in principle, desirable from a financial stability perspective in order to limit the potential for regulatory arbitrage across jurisdictions. Such harmonised rules could set a limit on rehypothecation in relation to client indebtedness. The FSB thinks client asset regimes are technically and legally complex and further work in this area will need to be taken forward by expert groups ».

¹³⁰⁴ Voir C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indicielle face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciels actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 30

¹³⁰⁵ Financial Stability Board, (29 août 2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, pages 16 et 17 : « Recommendation 7: Authorities should ensure that regulations governing rehypothecation of client assets address the following principles: • Financial intermediaries should provide sufficient disclosure to clients in relation to rehypothecation of assets so that clients can understand their exposures in the event of a failure of the intermediary; • In jurisdictions where client assets may be rehypothecated for the purpose of financing client long positions and covering short positions, they should not be re-hypothecated for the purpose of financing the own-account activities of the intermediary; and • Only entities subject to adequate regulation of liquidity risk should be allowed to engage in the rehypothecation of client assets ».

¹³⁰⁶ Financial Stability Board, (29 août 2013), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, pages 16 et 17 : « Recommendation 8: An appropriate expert group on client asset protection should examine possible harmonisation of client asset rules with respect to rehypothecation, taking account of the systemic risk implications of the legal, operational, and economic character of rehypothecation ».

elles sont plus liquides et moins fluctuantes¹³⁰⁷. On assiste depuis peu à un recul de cette pratique, jugée trop peu fiable au regard des événements économiques récents.

275. **Conclusion sur le droit de re-use.** Qualifier le droit de re-use est un exercice périlleux. Selon un auteur, force est de constater que le nouveau droit dépasse les prismes d'analyse classique de notre droit et constitue un « étrange animal », une « quasi-propriété » ou une « propriété apparente ». Il présente tous les caractères d'une propriété assortie des prérogatives y afférant, à l'exception de l'absence de transfert de propriété et de l'obligation de restituer les biens ou des titres ou leur équivalent : « c'est la transposition en droit français de la notion de « *Security Interest* » de droit de New-York avec les conséquences qui en résultent. Il s'agit donc d'une sûreté *sui generis* sortant du cadre et des catégories traditionnelles du droit français »¹³⁰⁸.

§3. Le nantissement des valeurs mobilières confiées

276. **Un autre choix de garantie.** Le choix du nantissement comme garantie portant sur des titres financiers est un processus ancien¹³⁰⁹. Dès les années 50, les valeurs mobilières pouvaient être également utilisées pour servir de garantie aux opérations de bourse¹³¹⁰. Cette utilisation s'est multipliée au cours des trois dernières

¹³⁰⁷ M. SINGH, J. AITKEN, *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, page 5 : « Based on recent 10Q reports, rehypothecation is declining rapidly. After Lehman's bankruptcy, Prime Brokers have been demanding more cash collateral in place of securities (unless they are highly liquid securities) ».

¹³⁰⁸ B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87

¹³⁰⁹ J. HEMARD, F. TERRE, P. MABILAT, *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978, §24, page 17 ; P.-E. AVRIL, *La constitution du gage sur les meubles incorporels*, Paris, 1898 ; V. CLAPPIER, *Des conditions de forme nécessaires à la constitution du droit de gage sur les choses incorporelles*, Paris, 1897 ; A. CERBAN, *Étude critique sur les conditions de constitution en gage des choses incorporelles en matière civile et commerciale*, Paris, 1897

¹³¹⁰ J. DERRUPPE, *Le nantissement des valeurs mobilières*, in *Le gage commercial, Études de droit commercial*, 1953, page 33. Pour une comparaison avec le mécanisme du gage, voir J.-J. DAIGRE, *Précisions relatives au gage de compte d'instruments financiers, commentaire du décret du 21 mai*

décennies¹³¹¹, et est toujours d'actualité¹³¹². Dans le cas présent, le nantissement sert de garantie au sous-conservateur de la bonne exécution des obligations le concernant par l'OPCVM¹³¹³.

De manière générale, le nantissement des titres financiers¹³¹⁴ consiste en un acte par lequel une personne porte des titres financiers en garantie d'une dette¹³¹⁵. Par principe, cette personne en reste le propriétaire¹³¹⁶, et peut continuer à effectuer des achats et ventes sur son portefeuille¹³¹⁷. Si la valeur du portefeuille descend sous un certain niveau fixé dans l'acte, il s'engage à apporter des titres supplémentaires¹³¹⁸. On retrouve ici la nature fongible des instruments financiers et son intérêt, en ce que le nantissement de titres financiers ne porte pas sur des titres individualisés et reconnaissables, mais en un

1997, Droit des Sociétés, 1997, chronique n°9

¹³¹¹ M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49 ; A. TENENBAUM, *Réflexions sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Revue des Sociétés, 2004, page 835

¹³¹² D. BUREAU, *L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte d'instruments financiers*, Dalloz, 1997, chronique page 73 ; D. FASQUELLE, *Le nantissement des valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 1

¹³¹³ J.-L. GUILLOT, *Les nantissements et autres garanties mobilières*, Techniques de la Banque, 2002, page 17

¹³¹⁴ A titre indicatif, notons qu'il s'agit d'un nantissement spécial par opposition à un nantissement civil. Voir pour plus de détails C. LE GALLOU, *Droit des sûretés et droit des procédures collectives*, Larcier, 2012, page 99

¹³¹⁵ M. BILLIAU, *L'aliénation des instruments financiers inscrits sur un compte nanti*, Droit et Patrimoine, mai 2000, page 100 ; D. FASQUELLE, *Le nantissement des valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 1

¹³¹⁶ P. DELEBECQUE, *Nantissement et saisie des actions de sociétés*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 599

¹³¹⁷ D. LEGEAIS, *Sûretés et garanties du crédit*, septième édition, LGDJ Lextenso, 2009, page 523

¹³¹⁸ Cette option est prévue à l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier : « Le nantissement d'un compte titres est réalisé, tant entre les parties qu'à l'égard de la personne morale émettrice et des tiers, par une déclaration signée par le titulaire du compte. Cette déclaration comporte les énonciations fixées par décret. Les titres financiers figurant initialement dans le compte nanti, ceux qui leur sont substitués ou les complètent en garantie de la créance initiale du créancier nanti, de quelque manière que ce soit, ainsi que leurs fruits et produits en toute monnaie, sont compris dans l'assiette du nantissement. Les titres financiers et les sommes en toute monnaie postérieurement inscrits au crédit du compte nanti, en garantie de la créance initiale du créancier nanti, sont soumis aux mêmes conditions que ceux y figurant initialement et sont considérés comme ayant été remis à la date de déclaration de nantissement initiale. Le créancier nanti peut obtenir, sur simple demande au teneur de compte, une attestation de nantissement de compte titres, comportant inventaire des titres financiers et sommes en toute monnaie inscrits en compte nanti à la date de délivrance de cette attestation ».

nombre et une nature de titres bien définis¹³¹⁹. Si la personne qui bénéficie du nantissement ne se trouve plus en possession des titres qui ont fait l'objet du nantissement¹³²⁰, il pourra remplir son obligation de restitution grâce à d'autres titres de même nature et en quantité identique¹³²¹. En d'autres termes, le nantissement, bien que beaucoup moins encadré par les textes¹³²², se distingue du gage en ce qu'il peut porter sur des biens incorporels¹³²³.

Le créancier nanti définit avec le titulaire du compte titres les conditions dans lesquelles ce dernier peut disposer des titres financiers et des sommes en toute monnaie figurant dans le compte nanti¹³²⁴. Il bénéficie d'un droit de rétention¹³²⁵ sur les titres financiers¹³²⁶ et sur les sommes^{1327 1328}. Mais dans pareille situation et puisque le sous-conservateur possède un droit de rétention, peut-on considérer que les titres nantis sortent du périmètre de la restitution dans le cadre du dépôt ?

¹³¹⁹ M. BILLIAU, *L'aliénation des instruments financiers inscrits sur un compte nanti*, Droit et Patrimoine, mai 2000, page 100 ; D. FASQUELLE, *Le nantissement des valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 1

¹³²⁰ Voir par exemple P. DELEBECQUE, *Nantissement et saisie des actions de sociétés*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 599

¹³²¹ D. BUREAU, *L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte d'instruments financiers*, Dalloz, 1997, chronique page 73

¹³²² Voir notamment le commentaire de Y. PICOD, *Droit des sûretés*, PUF, 2008, §242, page 311 : « Le nantissement de compte d'instruments financiers a donné lieu à un certain nombre d'adaptations par la loi du 24 février 2005 relative aux garanties financières. Avec un objectif de cohérence, la commission Grimaldi avait proposé d'insérer cette garantie dans le Code civil. Mais elle n'a pas été affectée par la réforme du droit des sûretés ».

¹³²³ C. LE GALLOU, *Droit des sûretés et droit des procédures collectives*, Larcier, 2012, page 94

¹³²⁴ G. BLANLUET, *La cession d'actions nanties*, Dalloz, 1999, page 109

¹³²⁵ C. LE GALLOU, *op. cit.*, pages 141 et suivantes ; N. CATALA-FRAJOU, *De la nature juridique du droit de rétention*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1967, page 9

¹³²⁶ Voir J.-F. PILLEBOUT, *Recherches sur l'exception d'inexécution*, LGDJ, 1971, page 6

¹³²⁷ Article L. 211-20, IV du Code monétaire et financier

¹³²⁸ Pour être valable, la déclaration de nantissement d'un compte titres tenu par un intermédiaire doit être datée et contenir au moins la dénomination « Déclaration de nantissement de compte de titres financiers », la mention que la déclaration est soumise aux dispositions de l'article L. 211-20, le nom ou la dénomination sociale ainsi que l'adresse du constituant et du créancier nanti ou de leur siège social s'il s'agit de personnes morales, le montant de la créance garantie ou, à défaut, les éléments permettant d'assurer l'identification de cette créance, les éléments d'identification du compte spécial (prévu au II de l'article L. 211-20 du Code monétaire et financier), lorsqu'un tel compte existe, et enfin la nature et le nombre des titres financiers inscrits initialement au compte nanti (Article D. 211-10 du Code monétaire et financier).

§4. L'éventuel problème de solvabilité

277. **Des actifs dans le champ d'application d'une éventuelle restitution ?** Si en principe ces avoirs, même réutilisés, ne sortent pas du champ des dépôts à restituer par le dépositaire à la demande de l'OPCVM, en pratique cette réutilisation peut être un obstacle majeur à la restitution inhérente au dépôt de droit commun. Cependant, la jurisprudence reste formelle en la matière : la Cour d'appel de Paris retient, dans un arrêt du 8 avril 2009¹³²⁹, que les actifs affectés en garantie ne peuvent pas être exclus du champ de la restitution, sauf si le sous-conservateur détient une créance exigible sur le fonds. Ayant relevé qu'en l'espèce ce n'était pas le cas, la Cour d'appel considère qu'il n'y a pas lieu de déduire les actifs de la garantie du périmètre des titres à restituer¹³³⁰. La Cour d'appel a donc vu dans les articles L. 214-16 et L. 214-26 un principe de restitution immédiate et non conditionnée, doté d'un caractère d'ordre public absolu, et insusceptible de limitation ni d'aménagement contractuel¹³³¹ : elle ignore les conventions de décharge de l'obligation, et ne tient compte des stipulations du contrat que pour déterminer le périmètre des actifs restituables¹³³². Le dépositaire étant tenu de restituer en nature la chose remise, le droit de revendiquer le bien entre les mains du sous-dépositaire lui est ouvert¹³³³, et il ne peut pas déroger à son obligation de restitution.

Le principe d'une restitution immédiate est certes louable, mais en période de crise, la restitution peut mettre en péril la solvabilité des dépositaires. En effet, si l'ensemble des investisseurs réclame simultanément la restitution de l'ensemble des actifs

¹³²⁹ CA Paris, 8 avril 2009, n° 2008/22218, Société Générale c/ Day Trade Asset Management

¹³³⁰ I. RIASSETTO, A. PRŮM, Bull. Joly Bourse, mai-juin 2009, § 28, page 191 : « Mais considérant qu'aux termes de l'article 10 de la convention internationale de Prime Brokerage, DPE a consenti à LBIE, en garantie des éventuelles créances qu'elle pourrait détenir sur le fonds dans le cadre de l'exercice de ses activités de Prime Brokerage, une sûreté générale sur l'ensemble des actifs sous-conservés permettant au Prime Broker, afin de réaliser cette sûreté, de réutiliser les actifs gagés à ses propres fins, les actifs ainsi réutilisés par le Prime Broker étant exclus de l'obligation de restitution du dépositaire ».

¹³³¹ O. DOUVRELEUR, *Lehman Brothers Prime Broker*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2009, §23, page 62

¹³³² Voir *infra*

¹³³³ P.-H. ANTONMATTEI, J. RAYNARD, *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013, page 447, §531

déposés au dépositaire, ce dernier se verra dans l'impossibilité d'honorer toutes les demandes de remboursement. À l'échelle de plusieurs dépositaires, cette situation pourrait rapidement engendrer une crise de solvabilité du système, et donc mettre en péril la sécurité et le bon fonctionnement du marché. Il s'agirait d'un grippage en cascade, que l'on nomme « run bancaire »¹³³⁴.

278. **La disparition des effets du nantissement.** Un auteur remarque l'incohérence de la position de la Haute juridiction, qui revient à ignorer les droits réels constitués par la société de gestion sur les actifs du fonds. Il est choquant de considérer que la société de gestion, alors qu'elle a consenti une restriction de ses droits de disposition sur les actifs du fonds, puisse s'en libérer unilatéralement, au détriment en premier lieu du créancier bénéficiaire¹³³⁵ : « cette analyse de la Haute juridiction semble manifester, là encore, la confusion entre le caractère impératif de l'obligation de restitution et son assiette »¹³³⁶. Le nantissement des titres n'est pas un obstacle à la remise en possession par le dépositaire¹³³⁷, pour la restitution de l'intégralité des actifs au déposant¹³³⁸.

279. **Une charge supplémentaire pour le dépositaire ?** Pourrait-on nuancer cette obligation de restitution immédiate par de nouvelles obligations du déposant si un délai minimum n'est pas respecté ? Ce délai minimum pourrait être prévu dans les contrats-types. En cas de reprise anticipée, le déposant se verrait dans l'obligation de dédommager le dépositaire en lui versant des dommages et intérêts en fonction du gain manqué (*lucrum cessans*) et de la perte éprouvée (*damnum emergens*)

¹³³⁴ C'est dans ce sens que Madame Anita Metzger (Responsable Contrôle Dépositaire France pour BNP-Paribas, entretien téléphonique du 30 mars 2010), déplorait le caractère immédiat de cette restitution, en retenant notamment qu'il était très difficile à l'heure actuelle de débloquer aussi rapidement un portefeuille d'actions et d'en restituer immédiatement les actifs.

¹³³⁵ D. BUREAU, *L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte d'instruments financiers*, Dalloz, 1997, chronique page 73

¹³³⁶ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

¹³³⁷ N.-H. AYMERIC, *Essai sur une théorie générale du compte en droit privé*, Paris II, 2008, §114

¹³³⁸ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

car le dépositaire doit gérer toute une infrastructure, ce qui engendre des coûts¹³³⁹.

Or en matière de dépositaire de valeurs mobilières, la pratique prend plus sûrement la direction opposée. Sans être en soi un retour en arrière, cette voie est exactement celle du texte de la loi, de l'idée du texte. Le caractère précaire de la détention justifie l'immédiateté de la restitution¹³⁴⁰ et l'initiative primordiale du déposant quant à cette immédiateté¹³⁴¹. Le dépositaire étant gardien en principe dans l'intérêt exclusif de celui qui fait le dépôt, il doit être toujours prêt à restituer l'objet¹³⁴². L'article 1944 du Code civil dispose que le dépôt doit être remis au déposant aussitôt qu'il le réclame, alors même que le contrat aurait fixé un délai déterminé pour la restitution¹³⁴³. C'est une interprétation stricte du texte qui est retenue, et la pratique applique scrupuleusement la règle du droit commun.

280. **Conclusion de la Section 1.** L'ordonnance du 8 janvier 2009¹³⁴⁴ entérine dans le Code de commerce les modifications récentes en matière de sous-délégation¹³⁴⁵, puisqu'elle précise que le teneur de compte-conservateur peut, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, confier à

¹³³⁹ I. AVANZINI, *Les obligations du dépositaire*, 2005, Paris, page 115

¹³⁴⁰ R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

¹³⁴¹ La Convention d'UNIDROIT, en son article 21, traite de l'opposabilité en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire pertinent. Il a été dit précédemment que le sous-conservateur est souvent considéré comme l'intermédiaire pertinent, dans la mesure où c'est lui qui détient effectivement les actifs confiés. Cet article précise que les droits des titulaires de comptes d'un intermédiaire pertinent rendus opposables aux tiers et les droits conférés par ces titulaires de comptes sont opposables à l'administrateur d'insolvabilité et aux créanciers dans une procédure d'insolvabilité relative à l'intermédiaire pertinent ou à toute autre personne chargée d'exercer l'une des fonctions de l'intermédiaire pertinent. Cependant, cela n'affecte aucune règle de droit applicable dans la procédure d'insolvabilité relative à l'annulation d'une opération, soit parce qu'elle accorde une préférence soit parce qu'elle constitue un transfert en fraude des droits des créanciers, ni aucune règle de procédure relative à l'exercice des droits sur des actifs soumis au contrôle ou à la supervision de l'administrateur d'insolvabilité. Cela n'affecte pas non plus l'opposabilité à l'administrateur d'insolvabilité et aux créanciers d'un droit sur des titres intermédiaires lorsque ce droit a été rendu opposable selon une méthode visée à l'article 13 de la Convention d'UNIDROIT. Voir également la Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiaires, (9 octobre 2009), Genève, Article 21

¹³⁴² A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007, page 30

¹³⁴³ J.-J. BARBIERI, *Contrats civils, contrats commerciaux*, Masson Armand Colin, 1995, page 165

¹³⁴⁴ Ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers

¹³⁴⁵ M. DUBERTRET, D. MANGENET, *Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009*, Recueil Dalloz, 2009, page 449

un tiers tout ou partie des tâches liées à son activité de tenue de compte-conservation de titres financiers¹³⁴⁶. L'existence du sous-conservateur est reconnue en droit, mais le contenu de sa mission, si indispensable qu'elle soit sur le plan économique, est encore mystérieuse sur le plan juridique. En effet, comment qualifier juridiquement une telle intervention ? S'agit-il uniquement d'un contrat de droit commun ?

Section 2. Un contrat de droit commun ?

281. **Plan.** La doctrine, depuis de nombreuses années, s'adonne à l'exercice périlleux de qualification de l'intervention du sous-conservateur. C'est une épreuve hasardeuse, car si économiquement et financièrement le mécanisme est simple, une adaptation juridique est plus complexe. Une fois de plus, c'est le seul recours au droit commun qui peut apporter une aide. Mais ici à nouveau, ce recours n'est pas aussi aisé qu'il n'y paraît. Peut-il s'agir tout simplement d'un sous-dépôt (Sous-Section 1) ? Si cette piste devait être écartée, des comparaisons avec plusieurs contrats bien connus du droit commun seraient-elles possibles (Sous-Section 2) ?

Sous-Section 1. Un sous-dépôt ?

282. **Un contrat particulier.** Le sous-dépôt, envisagé de manière générale et conforme au droit commun, est un contrat fréquemment utilisé en matière

¹³⁴⁶ Article L. 211-8 du Code de commerce

financière, notamment en matière bancaire¹³⁴⁷. Si le dépôt a en principe un caractère *intuitus personæ*, un tiers peut être substitué dans le rôle de dépositaire¹³⁴⁸. Cependant, ce fort caractère *intuitus personæ* nécessite que le déposant soit mis au courant de la substitution et agrée le sous-dépositaire¹³⁴⁹. Même lorsqu'il est licite, ce sous-dépôt ne crée pas de lien direct entre le déposant et le sous-dépositaire¹³⁵⁰. Un auteur précise que dès lors : « Le dépositaire initial reste donc comptable envers le déposant de la conservation de la chose, quitte à exercer un recours contre son substitut »¹³⁵¹. Or en matière de titres financiers, la présence d'un sous-dépositaire est courante et présente une utilité particulière, qui la différencie quelque peu de la définition générale qui en est donnée en droit commun. Peut-on en conséquence appliquer cette vision du sous-dépositaire à l'intervenant en présence, et lui appliquer des règles identiques malgré la singularité de ce dernier ?

283. **Une joute sémantique.** Il est vrai qu'en la matière, celui que nous avons choisi, pour les besoins de cette étude, de nommer « sous-conservateur », possède bien d'autres appellations. La plus célèbre dans la pratique financière est le terme anglais de « Prime Broker », qui a l'avantage d'être d'une complète neutralité aux débats de qualification juridique, et sur lequel nous ne reviendrons pas.

Cette partie au contrat est également appelée « sous-dépositaire », ce qui semble imposer *de facto* un contrat de sous-dépôt. Or en réalité, cette qualification nous semble induire le lecteur en erreur, car la mission du sous-conservateur n'est pas un simple sous-

¹³⁴⁷ Voir par exemple Cass. Com. 9 novembre 1874, D.P. 1875.1.154

¹³⁴⁸ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1049

¹³⁴⁹ J. NERET, *Le Sous-contrat*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1979, page 173 ; F. VALLEUR, *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1938, page 127

¹³⁵⁰ Et ce même si selon certains auteurs, la distinction entre le sous-contrat et la cession de contrat soit souvent ténue. Voir en ce sens L. AYNES, *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Economica, 1984, §135, page 105 : « D'ailleurs, la distinction entre la cession de contrat et le sous-contrat est souvent niée en pratique ; on confond, par exemple, la cession de bail et la sous-location ; l'Ancien Droit l'ignorait ; est-il bien certain que le législateur, en 1804, l'ait clairement perçue ? En tous cas, si la distinction est aujourd'hui affirmée, il n'en a pas toujours été ainsi en doctrine ».

¹³⁵¹ A. BENABENT, *op. cit.*, §1049

contrat de dépositaire. Du point de vue exclusif du droit commun, l'intervention du sous-conservateur aurait pourtant toutes les apparences d'un sous-dépôt, précisément parce qu'il est le nouveau conservateur des actifs. Puisqu'en droit civil, la seule obligation du dépositaire est de garder les actifs à charge de les restituer, le fait que les titres financiers soient transférés auprès d'un nouveau teneur de compte-conservateur dans les mêmes conditions de garde et de restitution que le dépositaire initial suffirait à le qualifier de sous-dépositaire.

Mais la comparaison se heurte à la pratique financière : les deux acteurs ont des missions distinctes. Le sous-conservateur assure entre autres une mission de valorisation de stratégie financière et d'effet de levier, qui lui sont propres¹³⁵². S'il est bien dépositaire des titres au sens du droit commun, il ne peut pas être confondu avec le dépositaire initial des titres au sens du droit financier. En raison de l'activité qu'il exerce, il assure la conservation de tout ou partie des actifs de l'OPCVM, sans en être le dépositaire financier. À ce titre, nous pouvons d'ores et déjà dire que qualifier cet acteur de « sous-dépositaire » est en soi un abus de langage. En réalité, il n'est que « sous-conservateur », car les activités qu'il exerce ne ressemblent en rien à la mission du dépositaire.

284. La non-délégation de la mission de contrôle. Cette opinion est corroborée par l'interdiction du dépositaire de déléguer sa mission de contrôle : le sous-conservateur ne peut exercer que la seule et unique activité de conservation des actifs¹³⁵³

¹³⁵⁴. Il agit comme sous-conservateur mais non comme sous-dépositaire, car l'activité de

¹³⁵² Sur la qualification nécessaire à l'effet de levier, voir l'introduction de M. CHERIF, *Leveraged buy out*, Revue Banque Edition, 2004

¹³⁵³ F. AUCKENTHALER, *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)*, La Semaine Juridique, 2005, n°1519

¹³⁵⁴ En témoigne implicitement l'instruction du 25 novembre 2005, qui donne une définition stricte des missions du sous-conservateur, en rappelant qu'il doit être enregistré auprès d'une ou plusieurs autorités qui contrôlent la compensation et le règlement livraison de transactions initiées par une société de gestion pour le compte d'un OPCVM, et l'activité de teneur de compte conservateur. Cette instruction retient uniquement comme missions du sous-conservateur la compensation et règlement livraison, et l'activité de teneur de compte conservateur. On peut donc en déduire que la mission de contrôle n'est pas déléguée au sous-conservateur (Instruction n° 2005-01 du 25 janvier 2005, relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Annexe I.9).

contrôle des dépositaires ne peut être déléguée¹³⁵⁵. Rien n'empêche le sous-conservateur d'effectuer à son tour une délégation de conservation, pour obtenir valablement une chaîne de délégation. Cependant, même en présence d'une délégation de la fonction de conservation, le dépositaire reste entièrement responsable des actifs déposés. Sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde¹³⁵⁶. Il ne s'agit donc pas d'une délégation parfaite¹³⁵⁷, mais d'une délégation imparfaite¹³⁵⁸, puisque le délégant ne se trouve pas déchargé de son obligation envers le délégataire¹³⁵⁹.

285. **Le rejet du sous-dépôt.** Pour les raisons que nous venons d'évoquer, il semble inconcevable de qualifier l'intervention de ce nouvel acteur de sous-dépôt. Mais alors, comment le qualifier ? Ce contrat peut-il faire l'objet d'une comparaison avec d'autres contrats bien connus du droit commun ?

¹³⁵⁵ Article 323-15 du Règlement Général de l'AMF

¹³⁵⁶ Articles L. 214-16 et L. 214-26 du Code monétaire et financiers (en matière de SICAV et de fonds communs de placement)

¹³⁵⁷ La délégation parfaite est la situation où le délégué se substitue entière au délégant, et pour l'intégralité de ses prestations. La délégation parfaite fait naître une obligation du délégué envers le délégataire., qui peut s'adresser directement au délégué. Cette délégation parfaite, aussi appelée novation, est réglementée aux articles 1271 à 1281 du Code civil. Voir G. MARTY, P. RAYNAUD, P. JESTAZ, *Droit civil, Tome 2 les obligations*, Sirey, deuxième édition, 1989, page 396. Il s'agirait alors d'une substitution de contractant. Voir en ce sens J.-G. RAFFRAY, *Les substitutions de contractants au cours de l'exécution du contrat*, Montpellier, 1977 ; C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes

¹³⁵⁸ La délégation imparfaite ne crée pas de novation : il y a donc survivance de la dette du délégant. Au moins une partie de l'obligation qui unit le délégant et le délégataire demeure. Voir G. MARTY, P. RAYNAUD, P. JESTAZ, *Droit civil, Tome 2 les obligations*, deuxième édition, Sirey, 1989, page 396

¹³⁵⁹ Voir en ce sens, M. FABRE-MAGNAN M., *Droit des obligations*, Presses Universitaires de France, 2008, §210, pages 538 et 539. Il ne s'agit alors que d'une transmission partielle des obligations du dépositaire. Voir en ce sens Y. CHAPUT, *La transmission des obligations en droit bancaire français*, in IX^{ème} journées d'études juridiques Jean Dabin, page 371

Sous-Section 2. Quel contrat appliquer ?

286. **Plan.** Pour analyser la nature de l'intervention du sous-conservateur dans le cadre du dépôt de titres financiers, nous allons comparer ses fonctions avec quelques contrats emblématiques du droit civil français : le contrat de mandat (§1), le contrat de prêt (§2), le contrat de sous-traitance (§3), et le contrat d'entreprise (§4).

§1. Une comparaison avec le contrat de mandat

287. **Le principe du mandat.** En droit commun, le mandat se définit comme le contrat de service¹³⁶⁰ par lequel une personne, le mandant, donne pouvoir à une autre, le mandataire, de conclure en son nom et pour son compte un ou plusieurs actes juridiques avec un tiers¹³⁶¹. Également initialement gratuit¹³⁶², le mandat se caractérise par plusieurs éléments. Il s'agit tout d'abord d'une délégation¹³⁶³, c'est-à-dire un pouvoir, donné au mandataire, issu de la volonté du mandant¹³⁶⁴. Cette délégation permet l'accomplissement d'un acte juridique précis, au nom et pour le compte du mandant¹³⁶⁵. Historiquement, la différence flagrante entre le dépôt et le mandat tient au fait qu'en matière de dépôt le prestataire doit simplement garder la chose, alors qu'en matière de mandat il « doit en faire quelque chose »¹³⁶⁶. Or dans la situation du dépôt de titres

¹³⁶⁰ O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 135

¹³⁶¹ Voir en ce sens P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 495

¹³⁶² L. PFISTER, *Un contrat en quête d'identité Jalons pour une histoire de la qualification du mandat*, in *Le mandat Un contrat en crise ?*, sous la direction de N. DISSAUX, Economica, 2011, page 3 ; C. ACCARIAS, *Précis de droit romain*, F. PICHON, Paris, 1886, page 358

¹³⁶³ Voir B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 17

¹³⁶⁴ T. HUC, *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tome XII*, F. PICHON, 1898, page 6

¹³⁶⁵ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, pages 436 et suivantes

¹³⁶⁶ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1013, page 529

financiers, nous sommes maintenant convaincus que le dépositaire n'effectue pas une simple garde, mais aussi une multitude d'actes sur les comptes de titres qui lui sont confiés¹³⁶⁷. Ces actes peuvent-ils qualifier le contrat de dépôt en contrat de mandat ?

L'essence-même du contrat de mandat vise la représentation du mandant à travers les actes faits par le mandataire¹³⁶⁸ : il s'agit alors d'une forme de subrogation conventionnelle¹³⁶⁹. Ici on peut distinguer deux possibilités : la représentation est dite parfaite lorsque le représentant agit pour le compte mais aussi au nom du représenté, alors qu'elle est dite imparfaite lorsque le représentant agit pour le compte du représenté mais en son nom propre¹³⁷⁰. Dans le cas présent, quelle est réellement la représentation applicable? Le sous-conservateur agit-il en son nom propre ou au nom du dépositaire initial? Au regard de la pratique, il agit en son nom propre, ce qui rapprocherait le contrat de mandat du contrat de commission¹³⁷¹. Enfin, le contrat de mandat implique l'absence de subordination : le mandataire agit au nom du mandant, mais selon sa propre volonté, il n'exécute pas les ordres du mandant¹³⁷².

Les contrats de Prime Brokerage et de mandats possèdent une similarité troublante. Tous deux sont originellement des contrats unilatéraux, puisque seul le mandataire est obligé¹³⁷³. Mais s'il engage des dépenses imprévues pour son activité de mandat, alors le contrat devient un contrat synallagmatique imparfait¹³⁷⁴. Le mandat se

¹³⁶⁷ N.-H. AYMERIC, *Essai sur une théorie générale du compte en droit privé*, Paris II, 2008, §536

¹³⁶⁸ B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 22-27

¹³⁶⁹ E. JEULANT, *Essais sur la substitution de personne dans un rapport d'obligation*, LGDJ, 1999, page 21. La subrogation est elle-même historiquement un contrat gratuit entre amis : J. MESTRE, *La subrogation personnelle*, LGDJ, 1979, page 21 ; P. CROCQ, *Gage d'instruments financiers. Constitution. Déclaration. Subrogation. Les effets de la réforme du 2 juillet 1996 sur la jurisprudence récente relative au gage de valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1996, page 952 ; M.-H. MONSERIE-BON, J. JULIEN, *Droit des obligations*, Ellipses, 2002, page 262 ; M. POUMAREDE (M.), *Droit des obligations*, Montchrestien, 2001, §44, page 23

¹³⁷⁰ P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 497 ; O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, pages 139 et suivantes

¹³⁷¹ « Le contrat de commission est défini comme le contrat par lequel le commettant charge le commissionnaire d'agir pour son compte mais en son nom propre ou sous un nom social à la différence du mandataire qui agit au nom et pour le compte du mandant », Article L. 132-1 du Code de commerce.

¹³⁷² A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien Lextenso, 2013, pages 446 et suivantes

¹³⁷³ B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 18

¹³⁷⁴ Voir *supra* sur les obligations du déposant.

différencie principalement du contrat d'entreprise en raison de son élément de représentation : le mandataire doit représenter le mandant, alors qu'aucune représentation n'est requise dans le contrat d'entreprise¹³⁷⁵. En théorie donc, la comparaison peut être faite entre ces deux contrats, et le contrat de Prime Brokerage entre dans les conditions d'application du contrat de mandat.

288. **Une différence notoire.** Les règles relatives au régime viennent contredire cette ressemblance, puisque par principe, le mandataire initial répond des fautes de celui qu'il s'est substitué sans y avoir été autorisé par le mandataire¹³⁷⁶. Si la substitution est autorisée, le mandataire initial est déchargé de sa responsabilité du fait d'autrui¹³⁷⁷, sauf s'il a choisi un sous-mandataire « notoirement incapable ou insolvable »¹³⁷⁸. Ici les règles sont différentes, puisque le dépositaire d'OPCVM initial demeure responsable des fautes commises par son sous-conservateur, quand bien même il effectue sur celui-ci le contrôle nécessaire. C'est donc bien sur ce point que les règles en matière financière se détachent du socle civiliste et que la jurisprudence a pris un autre

¹³⁷⁵ F. LABARTHE, sous la direction de N. DISSAUX, *La distinction du mandat et du contrat d'entreprise, dans Le mandat Un contrat en crise ?*, Economica, §21, page 47 ; O. DOUVRELEUR, *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331

¹³⁷⁶ Certains auteurs notent cependant que le mandataire est toujours tenu de la faute légère *in abstracto* appréciée avec moins de rigueur. L'un d'eux s'interroge sur la différence de traitement entre le mandat et le dépôt. Voir T. HUC, *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tome XII*, F. PICHON, 1898, §38, page 59 : « Mais pour quel motif n'a-t-on pas admis en faveur du mandataire gratuit la solution qui a prévalu en faveur du dépositaire, lequel, d'après l'art. 1927, n'est tenu d'apporter, dans la garde de la chose déposée, que les mêmes soins qu'il apporte dans la garde des choses qui lui appartiennent ? Le mandataire et le dépositaire rendant l'un et l'autre un service gratuit, il semble que leur situation devrait être la même. On a voulu justifier cette différence en disant que celui qui accepte un mandat se reconnaît capable de le bien remplir, alors que le dépositaire, se bornant, en quelque sorte, à laisser mettre la chose déposée au milieu des siennes, paraît avoir seulement promis de la traiter comme il a l'habitude de traiter les siennes. C'est donc une interprétation de la volonté des parties contractantes qui explique les solutions différentes émises par la loi ».

¹³⁷⁷ Voir en ce sens J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, pages 2332 et suivantes ; V. RENAUD, *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923, pages 125 et suivantes

¹³⁷⁸ P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 504

chemin que celui instauré par la théorie^{1379 1380}.

L'obligation d'information est de nature différente en matière de dépôt et en matière de mandat. Si la position de la Cour de cassation, statuant en matière d'intermédiation financière, est que le banquier est tenu d'informer son client des risques encourus dans les opérations spéculatives quelles que soient les relations contractuelles qui les lient¹³⁸¹, cette opinion ne peut pas, et ne doit pas conduire à une assimilation avec le contrat de mandat¹³⁸². C'est une raison de bon sens : le déposant se juge suffisamment compétent pour prendre les décisions stratégiques à dessein de gérer son portefeuille. « Sinon, comment s'expliquer qu'il n'ait pas contracté un mandat de gestion ? » Les juges du fond ont illustré cette dichotomie entre, d'une part, le mandat de gestion par lequel le mandataire se substitue au mandant dans le choix des valeurs¹³⁸³ et, d'autre part, le dépôt dont la composition en valeurs ne dépend que du déposant. En réalité, la confusion entre le dépôt d'instruments financiers et le mandat de gestion est entretenue par l'existence fréquente d'obligations accessoires à la charge du dépositaire¹³⁸⁴.

289. **Un sous-mandat ?** Le recours à un sous-dépositaire d'OPCVM ne relève-t-il pas plus vraisemblablement d'une substitution de mandataire que d'un mandat en soi¹³⁸⁵ ? Le droit commun autorise implicitement la substitution d'un mandataire,

¹³⁷⁹ Il est cependant à rappeler que l'action en responsabilité du mandataire se prescrit sous le droit commun, c'est-à-dire par cinq ans, et ce même si l'opération effectuée fautivement est prescrite plus tôt en raison d'une indisposition spéciale. Voir en ce sens l'arrêt de la première chambre civile de la Cour de cassation, Première chambre civile, du 29 novembre 1988, Bull. I, n° 341

¹³⁸⁰ F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, §703, page 496 : « On peut se contenter du mandat ou du louage d'ouvrage pour expliquer que le propriétaire du titre investisse un tiers de certaines de ses prérogatives afin de faire valoir ses droits. Il en va bien autrement s'il s'agit d'un bien dans l'absolu du terme : une chose saisie par le droit mais dotée d'une réalité propre, qui existe par elle-même et doit être préservée. Que la valeur en cause soit fongible, cela ne saurait faire de doutes et, cela a été fort bien dit, dicte certaines des éléments du régime de ces titres ».

¹³⁸¹ R. SIEBEL, *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27

¹³⁸² Cass. Com., 5 novembre 1991, Arrêt Buon ; Bull. IV, n°327, page 227 ; RJDA 1/92, n°26 ; Bull. Joly Bourse 1993, page 292, note de PELTIER. Cass. Com. 23 octobre 1990, Bull IV, n°243

¹³⁸³ B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 24

¹³⁸⁴ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470

¹³⁸⁵ C. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Bordeaux, 1968, §2

puisqu'il envisage que le mandataire réponde de celui qu'il s'est substitué dans la gestion quand il n'a pas reçu le pouvoir de se substituer quelqu'un¹³⁸⁶, ou bien quand ce pouvoir lui a été conféré sans désignation d'une personne, et que celle dont il a fait le choix était notoirement incapable ou insolvable¹³⁸⁷. Dans tous les cas, le mandant peut agir directement contre la personne que le mandataire s'est substitué¹³⁸⁸. Il est alors admis que la substitution de mandataire se traduit par l'adjonction d'une troisième personne à l'opération de mandat¹³⁸⁹, d'où une situation similaire à un sous-dépôt de titres financiers.

Dans pareille situation, il faudrait considérer le dépositaire comme mandataire, dans le sens où il a obtenu une sorte de mandat de la part de l'OPCVM d'effectuer des actes pour le compte de cet OPCVM. Si le dépositaire est mandataire, alors dans ce cas le sous-conservateur peut être considéré comme un sous-mandataire. En effet, en l'absence d'un *intuitus personae* marqué, il est permis au mandataire de se faire remplacer par un mandataire substitué pour l'accomplissement de sa mission¹³⁹⁰. Mais en la matière peut-on vraiment considérer qu'il n'y a pas, dans le choix du sous-conservateur, un *intuitus personae* marqué, eu égard aux spécificités de sa mission, et à la notion de confiance inhérente au choix de la stratégie adéquate¹³⁹¹? En effet, non seulement le sous-conservateur détient les titres confiés, mais il peut utiliser une partie de ces titres pour son propre intérêt : sous bien des aspects, il se comporte ainsi comme propriétaire. Le choix de cet intervenant requiert alors une confiance marquée de la part du déposant¹³⁹².

¹³⁸⁶ B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 30

¹³⁸⁷ Article 1994 du Code civil

¹³⁸⁸ Article 1994 du Code civil

¹³⁸⁹ F. LECLERC, *Droit des contrats spéciaux*, deuxième édition, LGDJ Lextenso Editions, 2012, page 515, §913

¹³⁹⁰ B. REMY, *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013, page 17

¹³⁹¹ Cet *intuitus personae* marqué ferait alors obstacle à la désignation d'un autre prestataire : B. TEYSSIE, *Les groupes de contrats*, LGDJ, 1975, §139, page 78. C'est le cas, sauf si le choix de ce nouveau prestataire se fait sous les mêmes conditions d'*intuitus personae* que pour le premier intervenant.

¹³⁹² Cette confiance est finalement inhérente à la notion de dépôt si on en croit le droit romain. Voir en ce sens A.-M. PATAULT, *Introduction historique au droit des biens*, PUF, 1989, §246, page 291 : « La circulation est au meuble ce que la productivité est à l'immeuble, le fondement de son utilité sociale. La faveur que le droit coutumier a toujours attachée à la mobilité de l'objet mobilier, malgré quelques tentatives dispersées, l'a conduit à admettre qu'un propriétaire qui se dessaisit volontairement de son bien (par exemple par dépôt ou prêt) ne peut pas le revendiquer entre les mains d'un tiers acquéreur. La circulation économique happe le meuble. Le propriétaire le sait et doit choisir soigneusement le contractant auquel il confie momentanément un objet ».

Un auteur en conclut que la nature de cette opération de substitution demeure incertaine : entre un sous-mandat, un sous-contrat, une représentation au second degré, la discussion reste largement ouverte¹³⁹³, ce qui n'est pas sans rappeler les incertitudes mêmes tenant à la nature du contrat conclu avec le sous-dépositaire d'OPCVM¹³⁹⁴. Effectivement, devant un tel manque de visibilité juridique, le rattachement du dépôt de titres financiers au contrat de mandat reste une possibilité¹³⁹⁵. Le droit permet cette substitution du mandataire par un sous-mandataire de son choix, sauf lorsque la loi ou les règlements en disposent autrement¹³⁹⁶. Mais le mandataire originel est responsable de la personne qu'il s'est substituée sans l'accord du mandant. Or ici, le sous-conservateur est toujours choisi par le mandant lui-même, et la substitution du dépositaire ne constitue plus un fait majeur pouvant engager la responsabilité du dépositaire¹³⁹⁷. Malgré tout, le dépositaire initial est responsable des défaillances du sous-dépositaire.

290. **Conclusion sur la comparaison avec le mandat.** Il semble néanmoins que des similarités non négligeables existent entre le contrat de mandat et le contrat de Prime Brokerage. D'ailleurs, un auteur considérerait le dépôt de droit commun comme un mandat dont l'objet principal serait la garde d'une chose mobilière corporelle¹³⁹⁸. Peut-être est-ce que cette exception est due à la nature particulière de

¹³⁹³ P. PUIG, *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007, page 504

¹³⁹⁴ F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997, page 147

¹³⁹⁵ Le mandataire possède à l'égard du mandant une obligation d'information. Il est tenu de l'informer de l'exécution de sa mission, tant en cours qu'à la fin de celle-ci. Cette obligation permet au mandant d'exercer un contrôle sur l'activité du mandataire, et en l'espèce d'en rendre compte à l'investisseur. Elle lui permet également de prendre les mesures adéquates pour dénoncer le mandat en cas de défaillance du mandataire ou de faute de celui-ci, mettant en péril la bonne exécution de la mission qui lui a été confiée. Lorsque le mandataire manque à ses obligations, sa responsabilité contractuelle pour faute peut être engagée. La question reste entière de l'existence d'une telle obligation du sous-conservateur envers le dépositaire. Elle peut néanmoins être induite du contrôle obligatoire que doit porter le dépositaire sur l'activité du sous-conservateur. Ce contrôle est non seulement imposé par les textes, mais a également fait l'objet d'une prise de conscience récente à travers les arrêts ayant retenue la responsabilité du dépositaire pour des actes effectués par le sous-conservateur. Devant l'enjeu de tels actes, les dépositaires ont pris les devants, et suivi la tendance actuelle à renforcer leur contrôle, et par conséquent, à exiger une information plus complète et plus fréquente de la part des sous-conservateurs.

¹³⁹⁶ Cass. Com. 19 mars 1991

¹³⁹⁷ P. PETEL, *Les obligations du mandataire*, Litec, 1988, §400, page 255

¹³⁹⁸ T. HUC, *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tome XI*, F. PICHON, 1898, §227, page 292

l'intervention de ce professionnel dans le dépôt de titres financiers. Cependant un point essentiel demeure le fait que le champ d'application du mandat se restreint naturellement aux prérogatives que possède le mandant. En d'autres termes, le mandant ne peut pas demander au mandataire d'effectuer une prestation que lui-même ne pourrait pas faire. Or dans le cas du contrat de Prime Brokerage, l'élément clef du sous-conservateur réside justement dans le fait qu'il a la faculté de mener des stratégies d'investissement plus agressives, ce qui n'est pas le cas du dépositaire. Le mandat ne peut donc pas s'appliquer ici pour la globalité du contrat de Prime Brokerage, puisque le sous-conservateur effectue des prestations qui n'entrent pas dans les facultés du dépositaire¹³⁹⁹.

§2. Une comparaison avec le contrat de prêt

291. **Une comparaison limitée.** Le contrat de prêt se définit comme la convention générique (dont le prêt à usage et le prêt de consommation sont les deux espèces) en vertu de laquelle le prêteur remet une chose à l'emprunteur, afin que celui-ci s'en serve, à charge de restitution (en nature ou en valeur). En ce qui concerne le sous-conservateur¹⁴⁰⁰, la comparaison semble plus justifiée qu'en matière de dépositaire¹⁴⁰¹. En raison du droit de re-use¹⁴⁰², une partie des actifs confiés au dépositaire peut lui être directement affectée pour qu'il s'en serve comme garantie, pour son usage propre¹⁴⁰³. Pour cette fraction de dépôt, la comparaison avec un contrat de prêt est vraisemblable, mais soumise à deux obstacles. D'une part, le sous-conservateur ne possède pas toute latitude

¹³⁹⁹ Nous pouvons envisager la division de la fonction du sous-conservateur en deux branches : la première consiste en la conservation des actifs, et peut effectivement faire l'objet d'une comparaison directe avec un contrat de mandat entre le sous-conservateur et le dépositaire. La deuxième consiste à l'utilisation de stratégies d'investissement particulières, et dans ce cas concerne plus précisément un accord entre le sous-conservateur et la société d'investissement directement.

¹⁴⁰⁰ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 623

¹⁴⁰¹ Voir *supra*

¹⁴⁰² Voir *infra*

¹⁴⁰³ Une telle utilisation est à rapprocher du concept de sûreté juridique, telle que développée dans l'ouvrage de M. CABRILLAC, S. CABRILLAC, C. MOULAY, P. PETEL, *Droit des sûretés*, neuvième édition, Litec, 2010

dans l'usage qu'il peut faire de cette portion d'actifs¹⁴⁰⁴. C'est donc un prêt à l'usage strictement défini, loin des conditions ordinaires d'un prêt de droit commun¹⁴⁰⁵. D'autre part, ce droit de re-use ne porte pas sur l'ensemble des titres, mais sur une fraction seulement¹⁴⁰⁶. La portion soumise au prêt est anecdotique, et ne suffit pas à conférer à l'intégralité de l'opération la qualité d'un prêt¹⁴⁰⁷. Le sous-dépôt de titres financiers ne peut donc pas être comparé à un contrat de prêt¹⁴⁰⁸.

§3. Une comparaison avec le contrat de sous-traitance

292. **Le principe de la sous-traitance.** En droit commun, la sous-traitance correspond aux cas où la prestation n'est pas en tout ou partie exécutée par l'entrepreneur lui-même (entrepreneur principal), mais par un tiers (sous-traitant), également entrepreneur, auquel le premier fait appel¹⁴⁰⁹ : la sous-traitance est une sous-entreprise¹⁴¹⁰, ce qui pourrait être le cas en l'espèce¹⁴¹¹. En effet, d'un point de vue purement pratique, les professionnels ont souvent recours à la sous-traitance pour

¹⁴⁰⁴ Il s'agit la plupart du temps d'utiliser ces actifs comme garantie pour des opérations d'investissement.

¹⁴⁰⁵ Ce mécanisme permet en outre au déposant de rester en toutes circonstances propriétaire des titres financiers. Voir B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87 : « Un intérêt supplémentaire est de permettre au constituant (ou fournisseur de garantie) de conserver la propriété des titres, afin par exemple de respecter des engagements antérieurs en ce sens ou d'éviter certaines conséquences fiscales et comptables qui résulteraient du transfert de propriété ».

¹⁴⁰⁶ B. GELPI, *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87

¹⁴⁰⁷ M. TROPLONG, *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845, §20, page 24

¹⁴⁰⁸ Voir également en ce sens, C. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Bordeaux, 1968, pages 182 et suivantes

¹⁴⁰⁹ J. BAYLE-OTTENHEIM, A. LE TOMAS, A. SALLEZ, *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973, pages 55

¹⁴¹⁰ Voir en ce sens G. VALENTIN, *Les contrats de sous-traitance*, Librairies techniques, 1979, page 29

¹⁴¹¹ Voir G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 774 : « Sous-traitance. Opération par laquelle un entrepreneur dit entrepreneur principal, confie par une convention appelée sous-traité ou contrat de sous-traitance et sous sa responsabilité, à une autre personne nommée sous-traitant, tout ou partie de l'exécution du contrat d'entreprise ou du marché public conclu avec le maître de l'ouvrage, le recours à la sous-traitance impliquant, pour l'entrepreneur principal, l'obligation de faire accepter les sous-traitants par le maître de l'ouvrage ».

effectuer des prestations dans lesquels ils ne sont pas spécialisés¹⁴¹², ou qu'ils ne peuvent effectuer par eux-mêmes¹⁴¹³. Il s'agit alors d'une chaîne de contrats, issue de l'éclatement, de la diffraction de la première convention¹⁴¹⁴. Par rapport à la comparaison qui a pu être faite précédemment avec le contrat de mandat, le contrat de sous-traitance a le mérite d'avoir un champ d'application plus large¹⁴¹⁵ et de ne pas se restreindre aux prestations que l'entrepreneur principal serait en mesure de fournir¹⁴¹⁶. L'adjonction d'un contractant sous forme de sous-traitance est de deux sortes : la sous-traitance de capacité et la sous-traitance de spécialité. Si la sous-traitance de capacité répond à l'impératif des entreprises d'éviter la multiplication des activités au sein de l'entreprise¹⁴¹⁷, la sous-traitance de spécialité assure une division du travail. L'entreprise se décharge de certaines activités au profit d'opérateurs spécialisés¹⁴¹⁸. En l'espèce, le sous-conservateur assure une meilleure rentabilité des actions détenues par le dépositaire. Sur le plan juridique, le sous-traitant n'est pas cosignataire du marché conclu entre le contractant principal et l'acheteur¹⁴¹⁹, et le contractant principal demeure seul responsable de l'exécution du marché à l'égard de l'acheteur et conserve la totalité des risques susceptibles d'être garantis sur ce dernier.

293. **Les conditions de la sous-traitance.** Pour que la sous-traitance soit valable, le sous-traitant doit obtenir l'agrément du maître de l'ouvrage : il porte tant sur la personne du sous-traitant que sur les conditions du sous-traité¹⁴²⁰. Cet agrément semble être apporté tacitement à travers les conventions tripartites conclues entre les trois acteurs au contrat, ou même plus simplement et directement à travers le contrat de Prime Brokerage entre l'OPCVM et le sous-conservateur, et ne soulève pas d'interrogations ici.

¹⁴¹² G. AUZERO, E. DOCKES, *Droit du travail*, Dalloz, 2015, §1203, page 1268

¹⁴¹³ J. BAYLE-OTTENHEIM, A. LE TOMAS, A. SALLEZ, *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973, pages 43 et suivantes

¹⁴¹⁴ B. TEYSSIE, *Les groupes de contrats*, LGDJ, 1975, §122, page 69

¹⁴¹⁵ M. SOLER, *La sous-traitance*, Perpignan, 2008, page 117

¹⁴¹⁶ G. VALENTIN, *Les contrats de sous-traitance*, Librairies techniques, 1979, pages 193 et suivantes

¹⁴¹⁷ M. SOLER, *op. cit.*, page 142

¹⁴¹⁸ P. MOUSSERON, J. RAYNARD, J.-S. SEUBE, *Technique contractuelle*, quatrième édition, Editions Francis Lefebvre, 2010, page 487, 1244

¹⁴¹⁹ M. SOLER, *op. cit.*, page 58

¹⁴²⁰ G. VALENTIN, *op. cit.*, page 56

A travers cet agrément, le maître de l'ouvrage obtient par principe un recours direct envers le sous-traitant en cas de défaillance de ce dernier, qui est tenu de toutes les obligations de l'entrepreneur principal¹⁴²¹. Cependant, en l'espèce, les arrêts de la Cour d'appel de Paris ne semblent pas retenir ce lien privilégié, et l'investisseur n'agit qu'à l'encontre du dépositaire principal.

294. **Conclusion sur le contrat de sous-traitance.** La comparaison de la mission du sous-conservateur avec un contrat de sous-traitance apporte, sur le plan de leur fonctionnement respectif, plus de satisfaction qu'avec le contrat de mandat, en ce que le contrat de sous-traitance autorise le fait que le sous-traitant puisse effectuer des prestations qui ne rentraient pas dans le champ d'application de l'entrepreneur principal¹⁴²². Cependant, dans son application pratique, le recours direct qu'offre cette sous-traitance valable n'existe pas dans la relation de Prime Brokerage, ce qui remet en cause les similitudes existant entre les deux systèmes de délégation.

§4. Une comparaison avec le contrat d'entreprise

295. **Une comparaison difficile.** La question se pose également de la comparaison du contrat de dépôt de titres financiers avec un contrat d'entreprise. Le contrat d'entreprise impose la réalisation d'une prestation et non une obligation de conserver, même si les deux sont des obligations de faire. En pratique, les deux contrats sont souvent liés ou utilisés conjointement¹⁴²³. Pourrait-on alors considérer que la mission de tenue de compte-conservation¹⁴²⁴ soit un contrat d'entreprise conjoint au contrat de

¹⁴²¹ J. BAYLE-OTTENHEIM, A. LE TOMAS, A. SALLEZ, *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973, pages 43 et suivantes

¹⁴²² J. BAYLE-OTTENHEIM, A. LE TOMAS, A. SALLEZ, *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973, page 55

¹⁴²³ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 368

¹⁴²⁴ Voir TITRE II, Chapitre II, Section 1

dépôt tel qu'on l'entend en droit civil ?

296. **Une coexistence plus qu'une comparaison.** Un auteur rappelle que le contrat de dépôt est présumé onéreux en présence d'un dépôt accessoire¹⁴²⁵. Outre les conséquences mentionnées dans cet article, cette solution entérine l'existence de deux contrats séparés, mais de même importance, qui cohabitent lors d'une occasion unique. Le dépôt n'est donc pas un acte de gentillesse effectué gratuitement en supplément du contrat d'entreprise. Dès lors, est-ce ces deux contrats doivent nécessairement être effectués par le même contractant ? Peut-on imaginer que les deux prestations soient fournies par des professionnels différents : un prestataire prend en charge le contrat de dépôt, et un autre assure le contrat d'entreprise ? Cette situation serait proche de la situation du sous-conservateur, et semble valable.

Cependant, elle pose la question de la limite entre les deux contrats. Certaines activités comme le contrôle ou l'information semblent spontanément dévolues au contrat d'entreprise plutôt qu'au contrat de dépôt. Or en l'espèce, c'est bien le dépositaire qui conserve l'entièreté de ces obligations. Il est donc à retenir que si les deux contrats coexistent en matière de dépôt de titres financiers, leur division entre le dépositaire et le sous-conservateur n'est pas aussi simple qu'elle n'y paraît.

297. **Conclusion de la Section 2.** Il paraît bien impossible de trouver dans les contrats connus du droit commun une réponse simple et claire à la qualification de la mission du sous-conservateur. Une fois de plus, la pratique économique si évidente peine à définir une transposition juridique satisfaisante. Une chose est certaine, cet intervenant est une vraie partie au contrat de dépôt, puisqu'il se voit transférer les actifs initialement confiés au dépositaire. Mais il ne s'agit pas pour autant d'un sous-dépositaire.

¹⁴²⁵ Voir A. BENABENT, *Contrats de dépôt : un dépôt accessoire présumé onéreux*, Revue des contrats, octobre 2005, n°4, page 1029

Au sens du droit commun, cette dénomination ne serait pas acceptable, car seule la garde est transférée, pas l'obligation de restitution. En outre, en droit financier, le dépositaire possède une mission de contrôle qu'il ne peut en aucunes circonstances déléguer. Le nouvel intermédiaire n'est rien d'autre qu'un sous-conservateur aux prérogatives étendues.

298. **Conclusion de la Partie II.** Le recours à deux nouveaux acteurs, en supplément des deux parties initiales au contrat, n'apparaît pas comme un obstacle à son rattachement au droit commun. Certes, la situation est complexifiée et les missions et obligations soumises à une répartition nouvelle, mais la structure profonde du dépôt est inchangée.

Pourtant, il serait illusoire de penser qu'une telle évolution n'a pas la moindre influence sur le fonctionnement pratique du dépôt. Avec autant de parties au contrat, et une telle dilution des obligations initiales, offre-t-il vraiment la même efficacité qu'un dépôt de droit commun ? La meilleure manière de juger de cette efficacité serait certainement en s'assurant que les différentes obligations sont effectivement remplies. Nous avons vu précédemment l'une d'elle, la mission de garde des actifs. Ici, le principe est simple : le dépositaire a la garde des actifs, et la transmet éventuellement à un sous-conservateur. La mise en œuvre de l'obligation ne semble pas poser problème.

En revanche, pour ce qui est de la deuxième obligation, l'obligation de restitution, d'autres questions se posent. Qui doit restituer ? A qui ? Selon quelles modalités ? La sous-conservation que nous venons de présenter peut-elle constituer un obstacle à cette obligation de restitution ?

PARTIE III. LA RESTITUTION

299. **Introduction.** Le fondement-même du dépôt est de voir un objet confié pour un temps déterminé sans que la propriété ne soit transférée, et que cet objet soit rendu à son propriétaire dès qu'il le réclame. La notion de restitution est donc indissociable du concept de dépôt. Mais là encore, le terme mérite d'être précisément défini, puisqu'il désigne des réalités parfois très éloignées. Sur le plan pénal et au sens strict, la restitution désigne la remise à leurs propriétaires d'objets volés, détournés ou saisis comme pièces à conviction. Au sens large, il s'agit des mesures tendant à rétablir la situation antérieure à une infraction ou à faire cesser un état délictueux¹⁴²⁶. En droit civil, la restitution est initialement le fait de remettre au propriétaire une chose dont il avait été privé indûment ou involontairement, et par extension, elle désigne le fait de remettre à qui de droit une chose que l'on doit rendre, mais que l'on ne détenait pas injustement¹⁴²⁷. Cependant, pour comprendre la nature réelle de l'obligation en présence, il faut prendre un recul supplémentaire, car en réalité c'est la véritable définition latine de la restitution qui trouve ici à s'appliquer. Le terme *restituo*¹⁴²⁸ désigne le mécanisme simple de rendre, c'est-à-dire de remettre à sa place¹⁴²⁹. Puisque le contrat de dépôt consiste à confier un

¹⁴²⁶ R. GUILLIEN, J. VINCENT, sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005, page 549

¹⁴²⁷ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, dixième édition, PUF, 2014, page 792

¹⁴²⁸ *Re + statuo, ere* : placer

¹⁴²⁹ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, §845, page 501

objet à une personne, à charge pour elle de la rendre à première demande, il s'agit bien d'un contrat de restitution au sens civil du terme¹⁴³⁰. On parle alors de détention précaire, puisque la détention est fondée en droit mais sur un titre qui oblige le détenteur à restitution (sans cependant que le propriétaire, tenu de respecter le contrat ou la loi, puisse exiger cette restitution quand bon lui semble)¹⁴³¹.

Tout dépôt se doit d'organiser une restitution de la chose. En définitive, la faculté de restitution est plus importante que la restitution elle-même. D'ailleurs, le dépôt est qualifié au moment du transfert de la chose au dépositaire, non de sa restitution au déposant. En revanche, la non restitution de la chose suffit à caractériser un manquement au contrat de dépôt. De ce dernier point de vue, l'importance du droit civil dans la création d'un régime de dépôt de titres financiers est incontestable. Jusqu'à l'occurrence de la crise financière, ce régime se suffisait à lui-même¹⁴³², fournissant des bases suffisamment solides pour assurer un fonctionnement normal du dépôt dans le cadre du règlement-livraison. Mais la survenance d'une crise systémique, entraînant la chute de nombreux établissements financiers, a révélé l'inadaptabilité du système en présence. En matière de dépôt de titres financiers, c'est le manque de sécurité qui a été en premier lieu mis à l'index. Puis les reproches se sont portés sur un système grevé de nombreuses lourdeurs, trop lacunaire, et finalement si peu en adéquation avec la réalité financière. A travers les procès iconiques du dépositaire de titres financiers, c'est en réalité le procès de la construction juridique du dépôt qui s'instruit. Un constat est dès lors inévitable : le régime tel qu'il a été construit jusqu'à présent ne suffit plus. Pour la première fois, l'univers de la gestion d'actifs est confronté à une perte d'actifs d'une ampleur inouïe¹⁴³³. Mais qui doit supporter la responsabilité de cette perte ? La notion-même de perte est-elle à rattacher à la disparition des actifs, ou à leur simple défaut de restitution ?

¹⁴³⁰ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, §845, page 501

¹⁴³¹ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, dixième édition, PUF, 2014, page 675

¹⁴³² A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348

¹⁴³³ M. CHERIF, *Ingénierie financière & Private Equity*, Revue Banque Edition, 2003, pages 58 et suivantes

300. **Plan.** Deux questions se posent. Dans un premier temps, l'obligation de restitution des titres financiers par le dépositaire est-elle identique à celle en matière de dépôt de droit commun ? Si tel est le cas, alors la perte des actifs met le dépositaire dans une situation où il lui est impossible de restituer ce qui a disparu. Peut-il alors invoquer une cause particulière pour justifier cette impossibilité ? Nous verrons dans un premier temps comment fonctionne le mécanisme de restitution en droit commun, et quelle est son application aux titres financiers (Titre I). Mais cette étude ne serait pas complète sans l'apport indéniable et considérable de la jurisprudence sur ce dépôt si singulier (Titre II).

TITRE I. LE PRINCIPE DE L'OBLIGATION DE RESTITUTION

301. **Plan.** Le dépositaire qui se voit confier des titres financiers a l'obligation de restituer ces titres à la demande de leur propriétaire. Pour analyser les similitudes entre cette obligation et celles propres au droit commun, c'est le mécanisme-même de cette restitution qu'il faut examiner : non seulement sur le principe de la restitution (Chapitre I), mais également sur la nature et la portée de cette obligation (Chapitre II). En cas de non restitution, la responsabilité de plusieurs intervenants pourrait être engagée. Il convient alors de s'interroger sur les modalités de cette mise en œuvre (Chapitre III).

Chapitre I. Le principe de la restitution

302. **Introduction.** Le principe-même du dépôt de titres financiers au dépositaire lui impose une obligation de restitution des actifs confiés, conformément à la conception du dépôt telle qu'elle est dégagée en droit commun. La restitution est un élément essentiel du contrat de dépôt¹⁴³⁴: l'article 1915 du Code civil précise bien que le dépositaire reçoit la chose d'autrui, « à charge de la garder et de la restituer en nature »¹⁴³⁵. Il s'agit ici d'une restitution *in integrum*¹⁴³⁶, non d'un remboursement. Le dépositaire doit rendre la chose qu'il a reçue. Lorsqu'il s'agit d'un bien fongible ou consommable, par exemple en matière de dépôt de sommes monnayées¹⁴³⁷, le dépositaire doit rendre un objet de même espèce et de même valeur¹⁴³⁸. Mais si le principe est simple, l'adaptation de cette obligation au dépôt de titres financiers n'est pas sans présenter quelques particularités qu'il convient de préciser. Tout d'abord, le principe de la restitution se trouve nuancé, notamment dans la situation particulière de l'intervention d'un sous-conservateur. De plus, l'objet particulier que sont les titres financiers a ouvert un débat encore vivace en doctrine concernant la vraie nature de l'obligation de restitution. Il découle directement des incertitudes sur la consistance réelle des titres financiers et leur régime applicable¹⁴³⁹.

¹⁴³⁴ Cass. Com 17 fév 1981, Bull civ IV n° 86 ; voir aussi Cass. Civ. I, 19 janvier 1982, D. 1982.457, note C. Larroumet, JCP édition générale 1984, II, 20215, note F. Chabas : « Le contrat de dépôt implique pour le dépositaire l'obligation de garder et de restituer en nature la chose reçue ».

¹⁴³⁵ Article 1915 du Code civil

¹⁴³⁶ A. SERIAUX, *Manuel de droit des obligations*, deuxième édition, Presses Universitaires de France, 2006, §103, page 149 ; J. ROUQUEROL, *De la restitution in integrum (droit romain)*, Toulouse, 1873 ; E. LE BARBIER DE BLIGNERES, *Restitutio in integrum : Des exceptions à la règle que la loi ne considère pas l'origine des biens pour en régler la succession*, Paris, 1860

¹⁴³⁷ F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004

¹⁴³⁸ Article 1932 du Code civil : « Ainsi, le dépôt de sommes monnayées doit être rendu dans les mêmes espèces qu'il a été fait, soit dans le cas d'augmentation, soit dans le cas de diminution de leur valeur ».

¹⁴³⁹ Voir supra, Ière PARTIE, TITRE II, Chapitre I

303. **Plan.** Le mécanisme de la restitution est un mécanisme simple (Section 1), qui est actionné à la première demande du déposant (Section 2). Mais en matière de titres financiers, la possibilité d'une compensation entre les créances et les dettes a pu faire naître des critiques sur la teneur de cette restitution (Section 3).

Section 1. Un mécanisme simple

304. **Présentation générale.** Le terme restitution est issu du latin *restituo*, et signifie remettre à sa place primitive, replacer, rétablir, réparer ou encore rendre¹⁴⁴⁰. Le dépositaire est ce que l'on nomme un détenteur précaire puisqu'il ne se voit pas confier la propriété de la chose déposée¹⁴⁴¹, et a l'obligation de restitution des actifs qu'il détient¹⁴⁴². Par principe, il doit rendre la chose en nature¹⁴⁴³. Dans ce cas, aucun événement ne pourra le dispenser de cette obligation, en raison de la règle exprimée par la maxime *generat non pereunt*¹⁴⁴⁴. La restitution doit avoir lieu dès la première demande du déposant, même si le contrat a convenu d'une autre date¹⁴⁴⁵. Le dépôt, envisagé comme contracté dans le seul intérêt du déposant, est révocable *ad nutum*.

305. **Le champ d'application de la restitution.** Il découle de l'article 1932 du Code civil que le dépositaire est tenu de restituer l'objet déposé dans son

¹⁴⁴⁰ Définition du terme *restituo* par le dictionnaire Gaffiot, page 1354

¹⁴⁴¹ A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007, page 30

¹⁴⁴² On retrouve aussi cette obligation en droit américain : « The Custodian shall release and deliver, or direct its agents or sub-custodians to release and deliver, CalPERS assets upon Proper Instructions, as specified in the custodial contrat, as amended from time to time ». California public employees' retirement system statement of investment policy, For custody management, III. Responsibilities, B. 1. c.

¹⁴⁴³ Article 1932 du Code civil

¹⁴⁴⁴ Les choses de genre ne périssent pas.

¹⁴⁴⁵ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1053

intégralité. Il ne peut pas restituer un objet différent, endommagé au-delà de son usure normale, ou seulement une partie de la chose déposée¹⁴⁴⁶. Mais le dépositaire n'est tenu de rendre la chose déposée que dans l'état où elle se trouve au moment de la restitution. Les détériorations qui ne sont pas survenues de son fait, sont à la charge du déposant¹⁴⁴⁷. Qu'est-ce qui pourrait constituer une détérioration d'un titre financier ? La possibilité d'une perte de valeur des titres peut être considérée comme une détérioration, mais elle ne peut en aucun cas être attribuée au dépositaire¹⁴⁴⁸. Ce dernier n'est pas responsable d'une baisse des cours et ne possède aucune obligation de rentabilité des fonds. La situation extrême de cette détérioration serait la perte des actifs, mais cette situation fait l'objet d'un corpus de textes particuliers. En définitive, il s'avère que la possibilité d'une simple détérioration des titres financiers ne trouve pas à s'appliquer ici.

306. Une restitution en nature ou dans les mêmes espèces. La restitution s'effectue en nature dans le cas d'un dépôt régulier¹⁴⁴⁹. En matière de dépôt irrégulier, le dépositaire doit rendre un objet de même espèce et de valeur identique. Appliqué au dépôt de titres financiers, cela implique le même nombre d'actions, et qu'elles soient de même valeur. Cet article n'autorise pas une restitution du montant des parts pour leur valeur initialement émise. En revanche, il justifie le fait que la restitution englobe également les parts données en garantie : le dépositaire récupère l'intégralité de ce qui a été déposé, pour le restituer au déposant. Cependant, le champ d'application de la restitution en matière de titres financiers nécessite une détermination très précise.

La question s'est posée, au moment de la restitution, de la délimitation exacte des actifs à restituer, que ceux-ci soient sous la garde du dépositaire initial ou du sous-

¹⁴⁴⁶ Bien qu'une nuance doive être apportée sur ce qui constitue une usure normale, une dégradation qui serait le fait du dépositaire ou non, il est clair que la chose déposée constitue une unité qu'il doit restituer dans son intégralité.

¹⁴⁴⁷ Article 1933 du Code civil

¹⁴⁴⁸ C. BRUNETTI-PONS, *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003, page 258 : « il n'est pas reproché au banquier d'avoir laissé se déprécier cette valeur ; le banquier n'était en l'occurrence tenu que de la conservation des titres envisagés dans leur corpus, en raison de leur détention même par le banquier. L'obligation de conservation est bien alors celle du dépositaire, mais elle n'a pas pour objet une chose incorporelle ».

¹⁴⁴⁹ Article 1932 du Code civil

conservateur. Sur ce point, la jurisprudence est des plus claires : le champ d'application de la restitution concerne tous les actifs détenus par le dépositaire, et éventuellement ultérieurement par le sous-dépositaire.

Dans un arrêt récent, un dépositaire avait invoqué le fait qu'une partie de ces actifs avait été réutilisée par le sous-conservateur, en application du droit de re-use que lui offrait la convention tripartite, et que cette part d'actifs devait par conséquent être déduite du champ d'application de la restitution. En outre, le dépositaire estimait que le sous-conservateur avait fait usage de cette part d'actifs de manière irrégulière, en raison d'un choix d'investissement dont le risque était anormalement élevé¹⁴⁵⁰. La Cour d'appel, dans une décision confirmée ultérieurement par la Cour de cassation, réfute l'argument du dépositaire et reprend le principe du droit commun. Le dépositaire a une obligation de restitution de l'intégralité des actifs déposés, la part d'actifs réutilisés par le sous-conservateur n'a pas à être exclue du champ d'application de la restitution des actifs. Cette obligation est maintenue, même en cas de défaillance du sous-conservateur¹⁴⁵¹.

D'un point de vue théorique, le champ d'application est très clair : tous les actifs confiés au dépositaire ou au sous-conservateur entrent dans le champ de la restitution, peu importe qu'ils aient fait l'objet d'une appropriation ou d'une réutilisation ultérieure.

307. **Le moment de la restitution.** Le dépôt doit être remis au déposant aussitôt qu'il le réclame, même si le contrat a fixé un délai déterminé pour la restitution, à moins qu'il n'existe, entre les mains du dépositaire, une saisie-arrêt ou une opposition à la

¹⁴⁵⁰ CA Paris, n° 2008/22085, 8 avril 2009 : « RBC Dexia prétend que le refus de l'Autorité d'exclure du périmètre des actifs restituables les actifs réutilisés de manière irrégulière par LBIE procède d'une confusion entre, d'une part, l'obligation de restitution du teneur de compte conservateur et, d'autre part, la responsabilité du dépositaire, qui ne relève pas du pouvoir d'injonction de l'AMF et qui ne peut être mise en jeu que dans les conditions prévues par l'article L. 214-28 du code monétaire et financier et selon les principes du droit commun de la responsabilité ».

¹⁴⁵¹ CA Paris, n° 2008/22085, 8 avril 2009 : « contrairement à ce que soutient la requérante, les défaillances du Prime Broker n'affectent pas son obligation de restitution puisqu'elle est tenue, en sa qualité de dépositaire, en application des dispositions rappelées ci-dessus du code monétaire et financier, de restituer, en toutes circonstances, les actifs dont elle a la garde et que sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'elle a confié à un tiers une partie de ces actifs [...] c'est à juste titre que l'AMF a fixé à cette somme, sans procéder à une quelconque déduction, la valeur des actifs restituables »

restitution et au déplacement de la chose déposée¹⁴⁵². Cet article justifie l'obligation de restitution immédiate du dépôt au déposant. Mais il faut rappeler que cet article a été rédigé initialement pour s'appliquer au dépôt d'objets matériels, qu'il est beaucoup plus aisé de restituer dans l'immédiat que des sommes d'argent ou des actions, en particulier lorsque ces biens sont fongibles, et destinés à l'utilisation pendant la durée du dépôt. Il est cependant étendu à l'ensemble des dépôts, peu importe la nature du bien déposé. Le dépôt de titres financiers ne fait pas exception, et se plie également au principe de restitution immédiate des titres à la demande du déposant¹⁴⁵³.

Section 2. La demande de restitution

308. **La personne à qui restituer.** La personne à qui l'objet doit être restitué est le créancier de l'obligation, c'est à dire la personne qui l'a confié. Il s'agit du ou des déposants, sans que le depositaire puisse exiger du déposant la preuve qu'il était propriétaire de la chose déposée¹⁴⁵⁴ : « le déposant, propriétaire ou non de la chose, est, donc en principe le seul créancier de l'obligation de restituer »¹⁴⁵⁵.

309. **Le mécanisme de garantie du dépôt.** En matière de dépôt de sommes d'argent, lorsque l'établissement de crédit est dans l'impossibilité de restituer les sommes à ces déposants, l'article L. 511-42 du Code monétaire et financier¹⁴⁵⁶ l'autorise, sur avis du gouverneur de la Banque de France, à inviter ses actionnaires et sociétaires à soutenir cet établissement, peu importe qu'il connaisse ou pas encore une cessation des

¹⁴⁵² Article 1944 du Code civil

¹⁴⁵³ Voir *infra*

¹⁴⁵⁴ Article 1938 alinéa 1 du Code civil

¹⁴⁵⁵ D. MAINGUY, *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, 2012, Paris, page 375

¹⁴⁵⁶ Modifié par l'Ordonnance n°2014-158 du 20 février 2014

paiements¹⁴⁵⁷. Cependant, cette faculté est à nuancer quant à son efficacité¹⁴⁵⁸, pour deux raisons majeures : d'une part un manque de précision quant aux modalités de l'intervention des actionnaires, et d'autre part un manque de caractère contraignant de cette aide¹⁴⁵⁹. Il s'agit néanmoins d'un système de protection très ancien, puisque le législateur entreprend l'indemnisation automatique des déposants dès une loi de 1984¹⁴⁶⁰. La procédure n'avait alors qu'un caractère facultatif et n'était pas contraignante juridiquement. Une directive européenne de 1994 encadre le système de garantie des dépôts de sommes d'argent¹⁴⁶¹. L'évolution de cette garantie l'a rendue obligatoire, et a étendu son champ d'application.

310. **Le fonds de garantie des titres.** Il existe un fonds de garantie des titres, qui constitue une succursale du fonds de garantie des dépôts, et obéit aux mêmes règles de fonctionnement. La définition de ce fonds de garantie est donnée par l'article L. 312-4 du Code monétaire et financier : « Les établissements de crédit agréés en France adhèrent à un fonds de garantie des dépôts qui a pour objet d'indemniser les déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts ou autres fonds remboursables ». L'adhésion à ce fonds est obligatoire pour les établissements de crédit agréés en France. Les adhérents doivent verser une cotisation annuelle qui, pour l'année 2014 était de 7,3 millions

¹⁴⁵⁷ « Lorsqu'il apparaît que la situation d'un établissement de crédit le justifie, le gouverneur de la Banque de France, président de la commission bancaire, invite, après avoir, sauf en cas d'urgence, pris l'avis de la commission bancaire, les actionnaires ou les sociétaires de cet établissement à fournir à celui-ci le soutien qui lui est nécessaire ».

¹⁴⁵⁸ F. AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004

¹⁴⁵⁹ L. SIGUOIRT, *La garantie des dépôts*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2009, n°1, page 106 : « D'une part, il ne précise pas les modalités de l'intervention des actionnaires ou des sociétaires. En pratique, ce soutien peut prendre la forme d'un renforcement des fonds propres associé ou non à une alimentation de trésorerie notamment par le biais d'un prêt consenti par les actionnaires ou les sociétaires. D'autre part, il a été jugé non contraignant ce qui ne peut surprendre dans une économie libérale ».

¹⁴⁶⁰ Dans ce texte, le fonds de garantie est mis en œuvre sur demande de la Commission bancaire dès que celle-ci constate que l'un des établissements bancaire n'est plus en mesure de restituer, immédiatement ou à terme rapproché, les fonds qu'il a reçus dans les conditions législatives, réglementaires ou contractuelles applicables à leur restitution (Loi n°84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, article 52-2).

¹⁴⁶¹ Directive 94/19/CE du Parlement européen et du Conseil, du 30 mai 1994, relative aux systèmes de garantie des dépôts

d'euros¹⁴⁶², et souscrire des certificats d'association. En définitive, le fonds de garantie substitue ici une indemnisation quasi-administrative au procès en responsabilité¹⁴⁶³.

La première apparition du fonds de garantie est issue de la loi MAF¹⁴⁶⁴, qui a institué un mécanisme de garantie des titres auxquels adhèrent, lorsqu'ils sont conservateurs d'instruments financiers confiés par des tiers, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement agréés en France, les intermédiaires habilités par le Conseil des marchés financiers et les adhérents des chambres de compensation¹⁴⁶⁵. Cette loi précise que c'est le fonds de garantie des dépôts qui gère le mécanisme de garantie des titres dans les conditions prévues par la loi de 1984. Ce mécanisme de garantie des titres est à cette époque mis en œuvre sur demande de la Commission bancaire après avis du Conseil des marchés financiers, dès que celle-ci constate que l'un des établissements n'est plus en mesure de restituer, immédiatement ou à terme rapproché, les instruments financiers ou les dépôts qu'il a reçus du public dans les conditions législatives, réglementaires ou contractuelles applicables à leur restitution. L'intervention du fonds de garantie entraîne alors la radiation de cet adhérent. Ce mécanisme de garantie des titres peut également intervenir à titre préventif lorsque la situation d'un adhérent laisse craindre à terme une indisponibilité des dépôts ou instruments financiers qu'il a reçus du public, compte tenu du soutien dont il peut par ailleurs bénéficier^{1466 1467}. Deux membres

¹⁴⁶² Arrêté du 26 novembre 2014 relatif au montant des cotisations au mécanisme de garantie des titres pour 2014, consultable sur <http://www.garantiedesdepots.fr/fr/base-documentaire/textes-officiels>

¹⁴⁶³ J. KNETSCH, *Le droit de la responsabilité et les fonds d'indemnisation*, LGDJ, 2013, page 290

¹⁴⁶⁴ Article 62 de la loi MAF

¹⁴⁶⁵ Il a pour objet d'indemniser les investisseurs en cas d'indisponibilité de leurs instruments financiers ainsi que leurs dépôts en espèces lorsqu'ils sont liés à un service d'investissement, à la compensation ou à la conservation d'instruments financiers et qu'ils n'entrent pas dans le champ d'application du fonds de garantie des dépôts institué par l'article 52-1 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 62).

¹⁴⁶⁶ Lorsque le fonds de garantie accepte cette mise en œuvre à titre préventif, il définit, après avis de la Commission bancaire et du Conseil des marchés financiers, les conditions de cette intervention. Il peut en particulier subordonner celle-ci à la cession totale ou partielle de l'entreprise concernée ou à l'extinction de son activité, notamment par la cession de son fonds de commerce. Il peut également se porter acquéreur des actions d'un établissement adhérent (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 62-1).

¹⁴⁶⁷ C'est alors un Règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière qui détermine le plafond d'indemnisation par investisseur, les modalités et délais d'indemnisation ainsi que les règles relatives à l'information de la clientèle ; les caractéristiques des certificats d'association, ainsi que les conditions de leur rémunération et de leur remboursement en cas de retrait de l'agrément, après imputation, le cas échéant, des pertes subies par le mécanisme ; le montant global et la formule de

représentant les adhérents au mécanisme de garantie des titres, qui ne sont pas établissements de crédit, participent avec voix délibérative au conseil de surveillance du fonds de garantie des dépôts, sauf lorsque ce dernier prend des décisions concernant la garantie des dépôts¹⁴⁶⁸.

311. **Le périmètre des titres garantis.** Les titres concernés par la garantie de ce fonds sont tous les instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier¹⁴⁶⁹, ce qui regroupe par conséquent les titres financiers détenus par un OPCVM¹⁴⁷⁰. Cependant, tous les titres financiers ne sont pas inclus dans le champ de la garantie. En effet, il existe un certain nombre d'exclusions, qui visent principalement : les titres découlant d'opérations pour lesquelles une condamnation pénale définitive a été prononcée à l'encontre du déposant pour un délit de blanchiment de capitaux ; les titres financiers pour lesquels l'investisseur a obtenu de l'établissement adhérent, à titre individuel, des taux et avantages financiers qui ont contribué à aggraver la situation financière de l'établissement ; certains titres étrangers ou déposés par un

répartition des cotisations annuelles dues par les établissements, dont l'assiette est constituée de la valeur des dépôts et des instruments financiers qui sont couverts par la garantie, pondérée par les cotisations déjà versées ainsi que par les indicateurs de la situation financière de chacun des établissements concernés, reflétant les risques objectifs que l'adhérent fait courir au fonds ; et enfin les conditions dans lesquelles une partie de ces contributions peut ne pas être versée au fonds de garantie moyennant la constitution de garantie appropriées.

¹⁴⁶⁸ Le règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière détermine les conditions et les modalités de nomination de ces deux représentants ainsi que la durée de leur mandat (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités financières, dite loi MAF, article 62-3).

¹⁴⁶⁹ Article L. 211-1 du Code monétaire et financier: « I. Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers.

II. Les titres financiers sont:

1. Les titres en capital émis par les sociétés par actions ;
2. Les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectif.

III. Les contrats financiers, également dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent sur une liste fixée par décret ».

¹⁴⁷⁰ Le périmètre de garantie inclut les dépôts d'espèces auprès d'un établissement non établissement de crédit, liés à un service d'investissement y compris ceux effectués en garantie ou en couverture de positions prises sur un marché d'instruments financiers. D'autre part, il faut que ces dépôts soient liés à ce service, à la conservation ou à la compensation d'instruments financiers par l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement. C'est donc bien le cas du dépositaire. Le mécanisme « garantie titres » n'offre un double plafond que lorsque l'établissement en cause n'est pas un établissement de crédit. S'il s'agit d'un établissement de crédit, les dépôts en espèces sont en effet couverts dans les mêmes conditions directement par le mécanisme de « garantie espèce ».

associé responsable de l'établissement adhérent.

312. **Les établissements adhérents au Fonds de Garantie des Dépôts, mécanisme « garantie de titres ».** Ces établissements regroupent : d'une part les établissements de crédit et les entreprises d'investissement agréés par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI), à l'exception des sociétés de gestion et de portefeuille ; d'autre part les intermédiaires habilités par l'Autorité des Marchés Financiers, au titre de la compensation ou pour leur activité d'administration ou de conservation des instruments financiers¹⁴⁷¹; enfin les adhérents des chambres de compensation¹⁴⁷². Les dépositaires d'OPCVM, en tant qu'intermédiaires habilités par l'AMF, sont donc susceptibles d'être adhérents au Fonds de Garantie des Dépôts pour le mécanisme « garantie titres ».

313. **Le plafond d'indemnisation et son mode de calcul.** Les règles concernant ce plafond d'indemnisation ont été notamment développées dans le règlement modifié CRBF n° 99-14¹⁴⁷³. Le plafond d'indemnisation par investisseur est de 70 000 euros pour ses instruments financiers, et de 70 000 euros pour ses dépôts espèces lorsque ceux-ci sont inclus dans le périmètre de la « garantie titres » en application de l'article 5 du règlement CRBF n° 99-05¹⁴⁷⁴. Lorsqu'il s'agit d'un établissement de crédit, les dépôts en espèce sont couverts par le mécanisme « garantie espèce » pour le même montant.

Le plafond s'applique par établissement, quel que soit le nombre de comptes ouverts par un même investisseur en France ou dans des succursales de cet établissement à l'étranger. Les titres en devises étrangères sont convertis en euros selon le cours observé

¹⁴⁷¹ Voir en ce sens G. ANDRIA, *Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne*, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002

¹⁴⁷² F. PELTIER, M.-N. DOMPE, *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998, page 59

¹⁴⁷³ Règlement du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière n° 99-14 du 23 septembre 1999 relatif à la garantie des titres, titre II

¹⁴⁷⁴ Article 5 du Règlement n° 99-05 relatif à la garantie des dépôts ou autres fonds remboursables reçus par les établissements de crédit ayant leur siège sociale en France ainsi que dans la principauté de Monaco: « Le plafond d'indemnisation par déposant est de 70 000 euros. Il s'applique à l'ensemble des dépôts d'un même déposant auprès du même établissement de crédit, quels que soient le nombre de dépôts, la localisation dans l'Espace Économique Européen, et sous réserve du 4°, f), de l'article 3 du présent règlement, la devise concernée ».

à la date d'indisponibilité des titres.

314. **Les modalités d'indemnisation.** C'est le même règlement du CRBF qui précise les règles concernant les modalités et les délais d'indemnisation¹⁴⁷⁵. Ce n'est pas la société elle-même mais la Commission Bancaire qui demande l'intervention du Fonds de Garantie des Dépôts. Cette demande requiert l'avis préalable de l'AMF, et exclut les cas d'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Pour appuyer cette demande, la Commission Bancaire doit constater, d'une part l'indisponibilité des titres consécutive à l'incapacité d'un établissement adhérent de restituer les titres détenus pour des raisons pouvant être liées à sa situation financière, d'autre part qu'il ne paraît pas possible que la restitution ait lieu prochainement.

À partir des documents communiqués par l'établissement sur sa situation, le Fonds de Garantie des Dépôts vérifie les créances des investisseurs se rapportant à des titres indisponibles^{1476 1477}.

315. **Le délai d'indemnisation.** Le Fonds de Garantie des Dépôts a pour mission d'indemniser dans un délai de trois mois à compter de la demande d'intervention formulée par la Commission Bancaire les créances admises par lui au titre du mécanisme de la « garantie titres ». Lorsque les circonstances l'exigent, le Fonds de Garantie des Dépôts peut demander à la Commission Bancaire une prolongation de ce délai, laquelle ne peut dépasser trois mois supplémentaires¹⁴⁷⁸. Ces délais (y compris le

¹⁴⁷⁵ Règlement du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière n° 99-14 du 23 septembre 1999 relatif à la garantie des titres, titre III

¹⁴⁷⁶ Il informe ces derniers sans délai, par lettre recommandée avec accusé de réception, du montant et de la nature des titres couverts par le mécanisme de la garantie, ainsi que des créances qui en sont exclues. Cette lettre doit également indiquer aux investisseurs le délai de quinze jours pendant lequel ils doivent formuler toutes remarques utiles à leur indemnisation, et pendant le cas ils peuvent le cas échéant contester le décompte proposé, établi sur la base de la valeur vénale des instruments financiers couverts observée à la date de leur indisponibilité. Au terme de ce délai, le Fonds de Garantie des Dépôts engage le règlement de l'indemnisation des investisseurs.

¹⁴⁷⁷ Le Fonds de Garantie des Dépôts peut également proposer à tous les investisseurs une indemnisation en titres identiques à ceux dont l'indisponibilité est constatée, dans la limite du plafond de 70 000 euros, et sur la base de leur valeur vénale à la date de leur indisponibilité. Dans un délai de quinze jours, l'investisseur fait connaître au Fonds de Garantie des Dépôts s'il accepte ou non cette proposition. À défaut de réponse dans ce délai, il est réputé l'avoir refusée.

¹⁴⁷⁸ Dans l'hypothèse de l'ouverture d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaires

délai de quinze jours donné à l'investisseur pour contester le montant de son indemnisation) ne peuvent être invoqués par le Fonds de Garantie des Dépôts pour refuser le bénéfice du mécanisme de garantie des titres à un investisseur apportant la preuve qu'il n'a pas été en mesure de faire valoir à temps son droit à un versement au titre de la garantie.

316. **Les ressources du mécanisme de « garantie titres ».** L'ensemble des établissements adhérents du Fonds de Garantie des Dépôts pour le mécanisme de « garantie titres » lui fournit les ressources nécessaires à l'accomplissement de sa mission. La contribution de chaque adhérent est calculée par la Commission Bancaire en fonction de critères définis¹⁴⁷⁹, étant précisé que le montant global réclamé ne doit pas mettre en péril la stabilité du système bancaire.

Depuis sa création à 2002, il est prévu que les ressources collectées par le Fonds de Garantie des Dépôts auprès des adhérents s'élèvent à 90 millions d'euros sous différentes formes : certificats d'association, cotisations, dépôts de garantie, auxquels s'ajoute le solde du Fonds de Garantie des Sociétés de Bourse (16,4 millions d'euros). À partir de 2003 et jusqu'en 2006, le montant global annuel des cotisations est de 8 millions

prononcée à l'encontre de l'établissement adhérent défaillant, la lettre présentée ci-dessus doit préciser en outre aux investisseurs les modalités et la procédure à suivre, pour déclarer auprès du représentant des créanciers ou du liquidateur, nommé par le tribunal de commerce, les créances qui ont été exclues de l'indemnisation au titre de la garantie des titres. Dans le cadre d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaires prononcée à l'encontre d'un établissement adhérent auprès duquel le Fonds de Garantie des Dépôts est intervenu au titre du mécanisme de garantie des titres, ce dernier transmet au représentant des créanciers ou au liquidateur nommé par la juridiction commerciale le détail par investisseur des créances indemnisées par lui et de celles qui ne l'ont pas été, en application de l'article 12-3 du décret n° 2000-1307 du 26 décembre 2000 modifiant le décret 84-708 du 24 juillet 1984 pris pour application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, article 12-3 II: « Au vu des documents et à partir des informations fournies par le débiteur, les déposants, le fonds de garantie, les administrateurs désignés par la commission bancaire et par le tribunal, ainsi que le liquidateur nommé par la commission bancaire, le représentant des créanciers ou le liquidateur judiciaire vérifie les créances mentionnées au premier alinéa de l'article 46-6 de la loi du 24 juillet 1984 susvisée. « Les relevés de ces créances sont établis par le représentant des créanciers ou le liquidateur judiciaire, au plus tard neuf mois après le prononcé du jugement d'ouverture. Ils mentionnent l'identité de chacun des déposants, le nombre, la nature et le montant des dépôts en précisant le montant non couvert par les mécanismes de garantie des dépôts ou des titres. Les relevés sont, à la diligence du représentant des créanciers ou du liquidateur judiciaire, remis au fonds de garantie après avoir été visés par le commissaire et déposés au greffe du tribunal de commerce ».

¹⁴⁷⁹ Défini par l'annexe au règlement CRBF n° 99-15 modifié.

d'euros environ^{1480 1481}.

317. **Le pouvoir d'injonction de l'AMF.** L'AMF étant le « gendarme de la bourse », elle possède une vision d'ensemble du marché financier, et s'intéresse tout particulièrement aux montages des OPCVM¹⁴⁸². Par conséquent, c'est aussi tout naturellement que l'AMF est la première autorité à intervenir en cas de défaillance d'un de ces acteurs¹⁴⁸³. Avant toute procédure contentieuse, l'AMF peut exercer son pouvoir spécial d'injonction. Ce pouvoir d'injonction se définit comme la faculté pour le Collège de l'AMF d'ordonner à toute personne se livrant à une pratique de nature à porter atteinte aux droits des épargnants de mettre fin sans délai à ces pratiques. Une fois cette injonction formulée, la personne qui en fait l'objet dispose d'un délai de trois jours ouvrés pour faire parvenir ses observations par écrit au collège de l'AMF, avant le prononcé d'éventuelles sanctions. Un pouvoir spécial d'injonction indirecte appartient au Président de l'AMF. En effet, ce dernier peut saisir en référé le Président du Tribunal de grande instance de Paris¹⁴⁸⁴, pour qu'il ordonne à toute personne de mettre fin à des pratiques contraires à des textes législatifs ou réglementaires concernant les marchés financiers¹⁴⁸⁵. L'objectif du pouvoir d'injonction de l'AMF, qu'il soit direct ou indirect, est de peser de tout son poids sur les décisions de la personne qui contrevient aux règles ou porte atteinte

¹⁴⁸⁰ Voir le montant précis des cotisations pour les années précédentes sur le site internet du Fonds de garantie : <http://www.garantiedesdepots.fr/fr/base-documentaire/textes-officiels>

¹⁴⁸¹ Les certificats d'association sont souscrits par chaque adhérent, ils sont remboursés en cas de retrait d'agrément non lié à une fusion-absorption. Les cotisations sont des ressources définitives du Fonds de Garantie des Dépôts, elles peuvent toutefois, à la demande de l'adhérent, être constituées sous forme de dépôts de garantie remboursables au bout de cinq ans mais transformables, à première demande, par le Fonds de Garantie des Dépôts, en cotisations définitivement acquises. En outre, en cas de nécessité, le Fonds de Garantie des Dépôts peut emprunter des fonds auprès de ses adhérents et/ou appeler des cotisations complémentaires dont le montant est aussi fixé par un règlement du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière.

¹⁴⁸² À titre d'exemple, il a été étudié précédemment la nécessité d'un agrément de la convention tripartite signée entre l'OPCVM, le dépositaire et le sous-dépositaire, par l'AMF.

¹⁴⁸³ Voir en ce sens la description des faits de l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010, n° de pourvoi 09-14975

¹⁴⁸⁴ Voir sur l'utilité et l'efficacité de ce référé, M. NORD-WAGNER, *L'urgence en procédure pénale*, Strasbourg, 2005, pages 24 et suivantes

¹⁴⁸⁵ En pratique, dans le cas du dépositaire d'OPCVM qui nous préoccupe, le pouvoir d'injonction indirecte du Président de l'AMF n'a jamais trouvé à s'appliquer. Seul le pouvoir d'injonction direct du Collège de l'AMF a été mis en œuvre.

aux droits des tiers. Si cette injonction est suivie d'effet et que la personne régularise sa situation en cessant l'atteinte qui lui est reprochée, le contentieux sera évité. En revanche, si cette injonction reste sans réponse et sans conséquence, l'affaire sera portée devant une juridiction.

318. **Un exemple d'injonction.** Dans les affaires qui ont donné lieu aux arrêts du 4 mai 2010 rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation, l'AMF avait fait usage de son pouvoir d'injonction. Or cet usage est remis en cause par la société demanderesse devant la Cour de cassation. En effet, celle-ci invoquait le fait que le pouvoir d'injonction de l'AMF ne tend qu'à mettre fin pour l'avenir à un dommage, et n'a donc pas vocation à éviter un dommage et rétablir la situation telle qu'elle était auparavant. Or en l'espèce, l'atteinte engendrée par la non restitution des titres financiers avait déjà été causée¹⁴⁸⁶. Le juge n'a pas retenu cette critique, et considère que l'injonction de l'AMF sert autant à prévenir un dommage qu'à prévenir de l'occurrence d'un dommage déjà établi, et demander qu'il soit réparé.

Section 3. La compensation des dettes et créances réciproques

319. **Une nuance à la restitution intégrale.** Bien que ce socle soit solide et indiscutable, il n'exclut pas certaines pratiques venant modifier le champ final

¹⁴⁸⁶ Selon la société demanderesse, le pouvoir d'injonction de l'AMF ne devait pas trouver à s'appliquer, car le pouvoir dévolu par la loi à l'Autorité des marchés financiers permet exclusivement à celle-ci d'ordonner préventivement qu'il soit mis fin, pour l'avenir, à des manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires : « un tel pouvoir ne pouvant trouver à s'appliquer pour supprimer les effets desdits manquements lorsqu'une telle atteinte a déjà été consommée ; [...] la constatation d'une telle prétendue responsabilité civile, qui avait trait, non à la cessation d'un manquement potentiellement nuisible, mais à la suppression, par une indemnisation, de ses effets déjà consommés, et qui tendait donc nécessairement à la substitution de dommages et intérêts aux actifs sortis du fonds, excédait le pouvoir spécial d'injonction de l'Autorité des marchés financiers et relevait de la compétence exclusive du juge ». Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975

de restitution des actifs, notamment en autorisant la compensation des créances entre l'OPCVM et le sous-conservateur. L'instruction du 25 novembre 2005 admet l'hypothèse de la survenance d'un cas d'insolvabilité du sous-conservateur ou de tout autre cas de défaut du sous-conservateur tel que défini dans la Convention. Dans pareille situation, cette instruction autorise l'OPCVM à résilier la Convention et les contrats qui lui sont liés et compenser les dettes et les créances réciproques y afférentes (y compris celles relatives aux sûretés et garanties, ainsi qu'à l'utilisation ou l'aliénation des actifs, biens ou droits) en établissant un solde unique dû par une des parties, ce nonobstant l'ouverture de toute procédure collective, amiable ou judiciaire, fondée sur l'insolvabilité du sous-conservateur¹⁴⁸⁷. Cette faculté nécessite l'illustration par un arrêt récent.

320. **Un exemple de jurisprudence.** A la suite de la salve la plus violente de la crise financière, la Cour de cassation a eu à traiter de cette question, dans un arrêt en date du 4 mai 2010¹⁴⁸⁸, qui offre déjà un exemple de compensation des dettes lors de la restitution des actifs au déposant. Dans cette espèce, le fonds commun de placement Day Trade Leverage (DTL), avait été constitué par une société gestionnaire de fonds, et la Société Générale qui était le dépositaire de ces fonds. Un contrat de Prime Brokerage avait été conclu entre le gestionnaire de fonds et un sous-conservateur Lehman Brothers International Europe (LBIE), qui avait débouché sur la conclusion d'une convention tripartite entre ces deux acteurs et la Société Générale. Le sous-conservateur ayant été placé sous administration judiciaire, le gestionnaire de fonds avait entrepris les démarches pour obtenir la restitution des actifs, et en avait informé l'AMF. Cette dernière a, par décision du 13 novembre 2008, ordonné au dépositaire de restituer les instruments financiers dont la conservation avait été confiée au sous-conservateur.

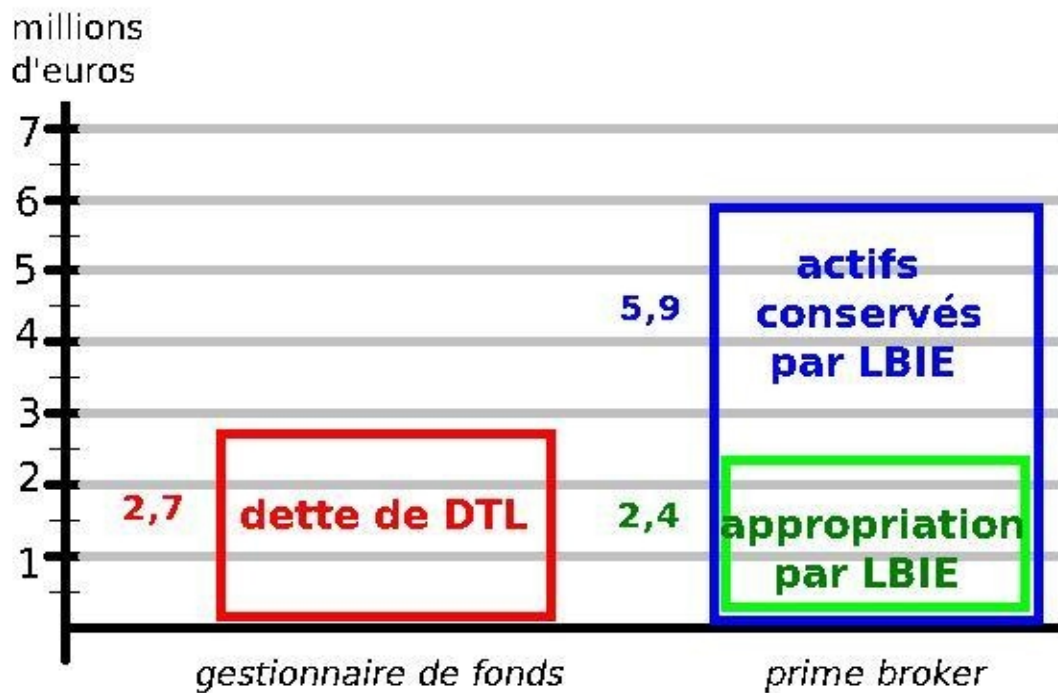
¹⁴⁸⁷ Instruction n°2005-01 du 25 janvier 2005, relative aux procédures d'agrément et à l'information périodique des OPCVM français et des OPCVM étrangers commercialisés en France, Annexe I.9

¹⁴⁸⁸ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

321. **Un choix d'analyse.** La restitution des actifs ayant été ordonnée par l'AMF au dépositaire des fonds, le principe de restitution intégrale des actifs déposés trouvait ici à s'appliquer. Mais une étude plus détaillée de la compensation nécessite quelques remarques préalables. Il convient tout d'abord de rappeler que la situation analysée présente trois acteurs : le gestionnaire de fonds, le dépositaire et le sous-conservateur. Ce dernier étant en possession des actifs et ayant l'obligation de les restituer au gestionnaire¹⁴⁸⁹, le dépositaire ne représente ici qu'un intermédiaire à cette restitution. Il n'a aucune influence sur le calcul du périmètre de la restitution et n'opère aucune modification de sa substance. Étant pour cette opération un opérateur invisible, le choix a été fait de ne pas représenter le dépositaire dans les développements qui vont suivre. D'autre part, pour faciliter la compréhension de l'ensemble, les données chiffrées ont été arrondies.

Les actifs détenus par le fonds sont répartis de la manière suivante : les actifs conservés par le sous-conservateur s'élèvent à 5,9 millions d'euros. Parmi ces actifs, 2,4 millions font l'objet d'une réutilisation en application de son droit de re-use. En outre, ce dernier possède sur la société de gestion une créance tenant au fonctionnement s'élevant à 2,7 millions d'euros.

¹⁴⁸⁹ F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75



322. **La compensation des dettes globales.** À partir de ces données s'est posée la question de la détermination exacte du champ d'application de la restitution des actifs. En réalité, la Cour de cassation a eu à répondre à deux questions. D'une part, la compensation des créances et des dettes peut-elle s'opérer entre la dette du fonds et la part des actifs réutilisée par le sous-conservateur au titre du droit de re-use ? D'autre part, si cette compensation est avérée, qu'advient-il de la dette résiduelle ?

Pour répondre à cette question, il est fait référence à ce que prévoit le contrat de Prime Brokerage. Ce contrat prévoyait effectivement la compensation des dettes et des créances entre le gestionnaire de l'OPCVM et le sous-conservateur¹⁴⁹⁰. Un compte est dressé de ce que chacune des parties doit à l'autre, et les sommes dues par l'une des parties sont compensées par les sommes dues par l'autre. Le solde restant est dû par la

¹⁴⁹⁰ En application son article 13.2 de la convention de Prime Brokerage, voire note suivante.

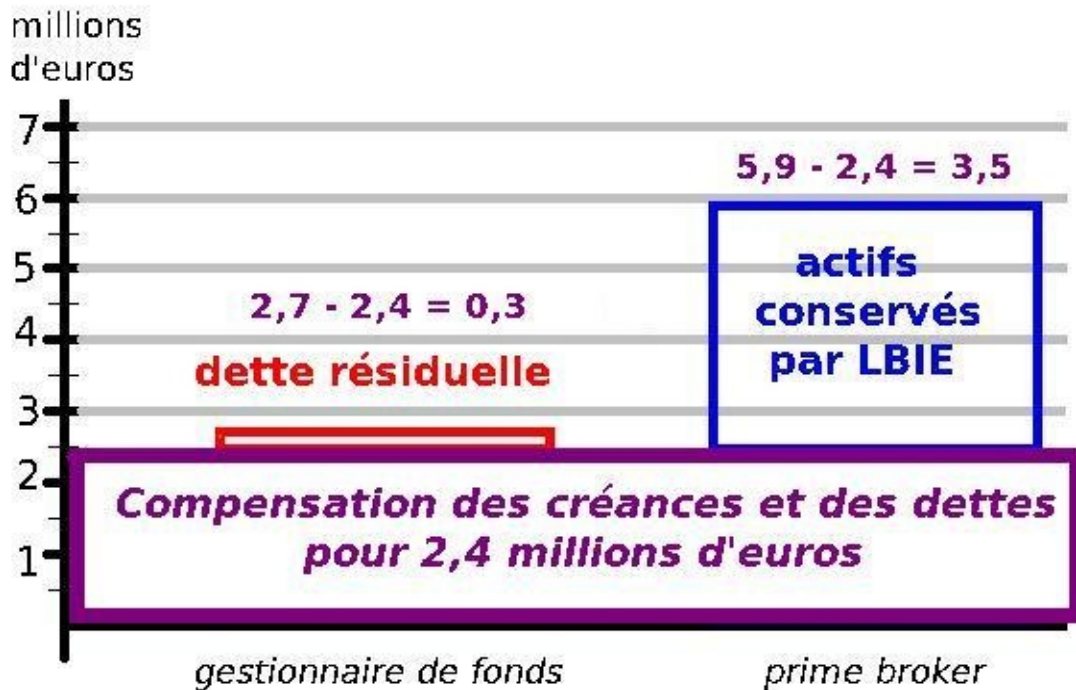
partie dont la dette était la plus élevée¹⁴⁹¹. Le Collège de l'AMF a validé cette convention et la compensation qu'elle offrait, en rappelant les modalités de calcul du périmètre des actifs restituables¹⁴⁹² : « Il s'agit, d'abord, des instruments financiers qui ont fait l'objet d'une appropriation par LBIE en application du contrat de Prime Brokerage et qui, en conséquence, sont sortis du patrimoine du fonds »¹⁴⁹³.

Les dettes et les créances réciproques ont été compensées pour un montant de 2,4 millions d'euros. Le volume des actifs à restituer s'élève donc désormais à 3,5 millions d'euros, et le gestionnaire possède une dette résiduelle envers le sous-conservateur, pour un montant de 0,3 millions d'euros.

¹⁴⁹¹ Article 13.2 de la convention de Prime Brokerage, tel qu'il est cité par l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010, n° de pourvoi 09-14187 : « Sur la base des sommes ainsi calculées, un compte est dressé [...] de ce que chacune des parties doit à l'autre en application de la présente convention [...] et les sommes dues par l'une des parties sont compensées par les sommes dues par l'autre et seul le solde reste dû (par la partie dont les créances sont évaluées au montant le plus faible) [...]. L'intention des parties est que la présente clause 13.2 crée un droit légalement exécutoire de compensation des obligations réciproques avec déchéance du terme ».

¹⁴⁹² Il convient de considérer, d'une part, les actifs dont la conservation était assurée par le sous-conservateur au jour de sa mise sous administration, et d'autre part les actifs qu'il apparaît légitime de sortir du périmètre des actifs restituables.

¹⁴⁹³ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

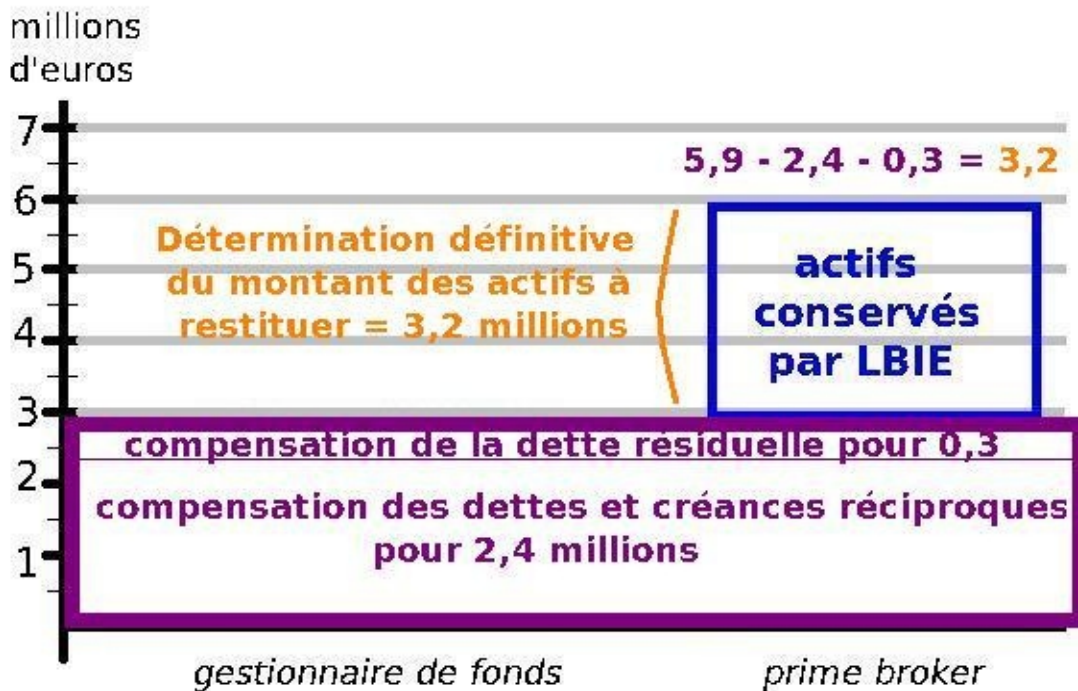


323. **La compensation de la dette résiduelle.** La seconde question posée à la Cour de cassation concernait le sort de la dette résiduelle. Elle n'a pas contredit le Collège de l'AMF qui retient que la dette résiduelle doit également se compenser avec le reste des actifs confiés au sous-conservateur¹⁴⁹⁴.

En application de cette décision, il résulte deux compensations : la compensation des dettes et créances réciproques d'une part, et d'autre part la compensation de la dette résiduelle du gestionnaire de fonds envers le sous-conservateur. Les dettes réciproques ont fait l'objet d'une première compensation, puis la dette résiduelle du gestionnaire d'OPCVM sur le sous-conservateur a fait l'objet d'une deuxième compensation avec la quote-part équivalente d'actifs à restituer. Le montant total et définitif des actifs à

¹⁴⁹⁴ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187 : « Il s'agit ensuite, des instruments financiers pour une valeur égale à la dette résiduelle du fonds DTL vis-à-vis de LBIE, calculée en application de la clause 13 du contrat de Prime Brokerage après compensation des dettes et créances réciproques ».

restituer se calcule donc de la sorte:



Ensemble des actifs confiés au sous-conservateur, moins les actifs réappropriés par celui-ci, moins la dette résiduelle, soit

$$5,9 - 2,4 - 0,3 = 3,2.$$

Le montant total des actifs à restituer par le sous-conservateur s'élève donc à 3,2 millions d'euros.

324. **Une analyse de cette modalité de compensation.** L'intérêt de ce mode de compensation est certainement de mettre en lumière le fait que dans le calcul de

la restitution, les actifs à restituer sont envisagés comme une créance du fonds sur le sous-conservateur. Cette analyse avait fait l'objet d'une vive critique par le dépositaire, qui estimait qu'assimiler les actifs à restituer à une créance pouvait comporter un risque pour le déposant, dans la mesure où les actifs en conservation faisant l'objet d'une sûreté au bénéfice du sous-conservateur étaient transformés en un simple droit de créance du fonds sur le sous-conservateur¹⁴⁹⁵. Ce droit de créance pouvait être totalement compensé par les créances du sous-conservateur sur le fonds¹⁴⁹⁶. La Cour de cassation n'a pas fait écho à cette critique, mais l'argument est intéressant à un autre point de vue. Il révèle en effet l'origine trouble de la nature de l'obligation : le dépositaire possède une obligation de restitution sans dérogation possible¹⁴⁹⁷. Il est considéré comme détenant encore les actifs déposés. Le sous-conservateur, lui, ne possède qu'un droit de créance, alors qu'il est le nouveau détenteur des titres¹⁴⁹⁸. Une telle distinction éloigne un peu plus le sous-conservateur du statut d'un sous-dépositaire ordinaire, puisque la détention des titres ne suffit pas à lui transférer l'obligation de restitution de ces titres¹⁴⁹⁹.

325. **La critique du terme « restitution ».** Puisque les dettes et créances liées au dépôt peuvent faire l'objet d'une compensation, peut-on encore parler de restitution de la chose déposée ? Un auteur estime que le terme de restitution est inapproprié. Le Règlement Général de l'AMF dispose que le teneur de compte

¹⁴⁹⁵ C'est ainsi qu'il se définit en application des principes énoncés par F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

¹⁴⁹⁶ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187 : « En effet, la Société Générale estime qu'il existe un risque important que la compensation prévue au contrat de Prime Brokerage ait un effet défavorable pour le fonds DTL en ce qu'elle transformerait les actifs en conservation faisant l'objet d'une sûreté au bénéfice de LBIE (mais n'ayant pas fait l'objet d'une appropriation par ce dernier) en un simple droit de créance du fonds sur LBIE, droit de créance qui ne pourrait être entièrement compensé avec les dettes du fonds DTL sur LBIE ».

¹⁴⁹⁷ En dehors du cas de force majeure, voir *infra*.

¹⁴⁹⁸ F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

¹⁴⁹⁹ Une telle distinction aurait pu être contestée par le droit international. En réalité il n'en est rien, puisque l'article 28 de la convention d'UNIDROIT relatif aux obligations et responsabilités des intermédiaires laisse une place encore importante au droit non conventionnel puisqu'il stipule que ces dispositions peuvent être précisées par le droit non conventionnel et par les conventions de comptes ou règles uniformes d'un règlement-livraison.

conservateur a l'obligation de restituer les instruments financiers inscrits en compte, dans ses livres. Si ces instruments financiers n'ont pas d'autre support que scriptural, le teneur de compte conservateur responsable de leur inscription en compte doit les virer au teneur de compte conservateur que le titulaire désigne¹⁵⁰⁰. Par conséquent, « l'AMF reconnaît qu'on ne peut parler de restitution en présence de titres dématérialisés, mais seulement d'un virement »¹⁵⁰¹. Cette critique est certainement à nuancer en raison de la nature immatérielle des titres. On pourrait ainsi considérer que si la restitution est l'obligation juridique, le virement est l'outil de cette obligation, l'action matérielle de rendre les parts¹⁵⁰².

Il est évident que le fait de restituer est le fait de rendre, de donner quelque chose à quelqu'un. La réalité de la restitution est donc proche d'une obligation de donner, qui s'entend comme l'obligation de transférer la propriété de la chose¹⁵⁰³. Mais cette qualification pose problème en raison de la nature du dépôt, qui par nature n'est pas sensé transférer la propriété¹⁵⁰⁴. On ne peut donc pas donner quelque chose qu'on n'a pas, et qui appartient déjà à la personne à laquelle on doit le rendre¹⁵⁰⁵. De ce fait, l'obligation de restitution serait plus proche d'une obligation de faire : « le débiteur s'engage à accomplir un fait positif, à exécuter une prestation quelconque »¹⁵⁰⁶. En vérité, au sein de l'activité

¹⁵⁰⁰ Article 322-4 3° du Règlement Général de l'AMF

¹⁵⁰¹ P. GOUTAY, *Obligation de restitution des dépositaires, les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n° 2, page 16

¹⁵⁰² M. CABRILLAC, *Le chèque et le virement*, cinquième édition, Litec, 1980

¹⁵⁰³ P. MALINVAUD, D. FENOUILLET, *Droit des obligations*, onzième édition, Lexis Nexis, 2010, §15, page 7

¹⁵⁰⁴ Pour en être convaincu, il suffit de lire la définition donnée par le Doyen Carbonnier : « Outre le sens vague du langage quotidien (ex. donner congé), le verbe *donner* a, en droit français, deux sens techniques à ne pas confondre : faire une donation (*donare*, a. 894) et faire une dation (*dare*), ce qui signifie, comme en droit romain, transférer la propriété d'une chose, constituer en droit réel. L'obligation de donner sont des obligations de *dare* ». Voir J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, §925, page 1927. Pour aller plus loin, voir COURDIER-CUISINIER (A.-S.), *Nouvel éclairage sur l'énigme de l'obligation de donner, Essai sur les causes d'une controverse doctrinale*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2005, page 521 : « Les auteurs étaient néanmoins divisés sur la question du contenu exact de l'obligation de donner. Pour certains d'entre eux, le terme « donner » répondait au *dare* mais aussi au *prestare* généralement traduit par la mise à disposition d'une chose ».

¹⁵⁰⁵ A. WEILL, F. TERRE, *Droit civil les obligations*, troisième édition, Dalloz, 1980, §226, page 264

¹⁵⁰⁶ P. MALINVAUD, D. FENOUILLET, *Droit des obligations*, onzième édition, Lexis Nexis, 2010, §17, page 8 ; A. WEILL, F. TERRE, *Droit civil les obligations*, troisième édition, Dalloz, 1980, §226, page 264 ; N. RONTCHEVSKY, *L'effet de l'obligation, essai sur la distinction entre l'objet et l'effet de*

du dépositaire, la limite entre obligation de faire et obligation de donner est ténue¹⁵⁰⁷. S'il est admis que l'obligation de restitution est une obligation de donner, l'obligation de conserver est une obligation de faire, tout comme l'obligation d'information et l'obligation de contrôle¹⁵⁰⁸. Au sein de ses activités, le dépositaire répond à une multitude d'obligations qu'il est difficile de singulariser et d'analyser individuellement.

326. **Conclusion.** A première vue, l'obligation de restitution est identique en droit commun et dans le dépôt de titres financiers. Qu'il s'agisse du fonctionnement du mécanisme ou de son importance au sein du contrat de dépôt, la marque civiliste est incontournable. Seule la compensation des dettes et créances réciproques pourrait être une innovation de la pratique, bien qu'elle soit proche de la possibilité d'une compensation en matière de sommes d'argent¹⁵⁰⁹. Elle rappelle en outre, sous certains aspects, la possibilité pour le dépositaire de retenir la chose jusqu'au complet paiement par le déposant^{1510 1511}. Si le principe de la restitution ne pose donc pas problème, la nature et l'amplitude de l'obligation fait naître davantage d'interrogations.

l'obligation, Economica, 1999, page 78

¹⁵⁰⁷ Voir en ce sens M. FABRE-MAGNAN, *Le mythe de l'obligation de donner*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1996, page 85

¹⁵⁰⁸ En effet, ici le dépositaire possède des obligations à la fois sur une chose et sur des prestations. Voir G. MARTY, P. RAYNAUD, P. JESTAZ, *Droit civil, Tome 2 les obligations*, deuxième édition, Sirey, 1989, pages 7 et suivantes

¹⁵⁰⁹ C. APPLETON, *Histoire de la compensation en droit romain*, G. Masson, 1895, page 27

¹⁵¹⁰ F. CHABAS, *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998, page 1161

¹⁵¹¹ Cependant, ce droit de rétention ne doit pas être confondu avec une exception valable d'inexécution du contrat. Voir en ce sens J.-F. PILLEBOUT, *Recherches sur l'exception d'inexécution*, LGDJ, 1971, pages 91 et suivantes ; F. DERRIDA, *Dématérialisation du droit de rétention*, Mélanges Voirin, 1967, page 177

Chapitre II. La nature de l'obligation

327. **Plan.** Le débat principal concernant la nature de la restitution est de savoir s'il s'agit d'une obligation de moyens ou de résultat (Section 1). Au-delà de la question technique, cette qualification est lourde de conséquence en termes de responsabilité. Aussi fait-elle l'objet d'un débat doctrinal virulent, débat qui se retrouve entre les législations des différents pays européens (Section 2).

Section 1. Les obligations de moyens ou de résultat

328. **L'obligation de moyens.** La distinction entre obligation de moyens et obligation de résultat a été introduite dans la doctrine française par le Professeur René Demogue¹⁵¹². L'obligation de moyens se définit comme le fait pour le débiteur de ne promettre rien d'autre au créancier que de mettre à son service tous les moyens dont il dispose pour exécuter le contrat¹⁵¹³ : il s'agit ici de devoir, dans la limite du possible¹⁵¹⁴. Voilà une formule qui n'est pas sans rappeler celle pour le dépositaire de porter « tous ses soins » à la conservation des actifs. C'est historiquement le type d'obligation applicable à un dépositaire lorsque le dépôt est gratuit¹⁵¹⁵. Le droit retenait qu'une certaine part de responsabilité était imputable au déposant, s'il avait mal choisi son

¹⁵¹² R. DEMOGUE, *Traité des obligations en général*, Librairie Arthur Rousseau, 1925, Paris

¹⁵¹³ P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 492

¹⁵¹⁴ J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige Presses Universitaires de France, 2004, pages 1926 et suivantes

¹⁵¹⁵ B. STARCK, H. ROLAND, L. BOYER, *Droit civil Les obligations 2. Contrat*, sixième édition, Litec, 1998, §1205, page 419 ; Cass. Civ. 1ère, 28 mai 1984 ; Bull. Civ. n°173

dépositaire : le déposant « libre dans son choix, place mal sa confiance, il commet une faute, qui compense dans une certaine mesure la négligence du dépositaire »¹⁵¹⁶. En droit romain, le dépositaire ne voyait sa responsabilité engagée qu'en matière de dol¹⁵¹⁷ ou de faute lourde¹⁵¹⁸.

Le débiteur de l'obligation ne s'engage pas à atteindre un but déterminé, ni un résultat prédéfini, mais il promet d'essayer de l'atteindre, car c'est celui-ci qui intéresse le créancier : « l'obligation du débiteur d'une obligation de moyens n'est pas tellement un fait qu'il faudrait à tout prix accomplir : c'est plutôt un effort de l'homme, un effort constant, persévérant, tendant à adopter l'attitude la plus appropriée pour se rapprocher de l'objectif fixé, en prenant en compte ses capacités et les possibilités offertes par « l'industrie humaine » »¹⁵¹⁹. En droit civil, l'obligation de dépôt est une obligation de moyens, en ce qu'elle constitue une obligation de veiller à la conservation de la chose¹⁵²⁰. Cependant, l'obligation de restitution est souvent considérée par la doctrine comme une obligation de résultat¹⁵²¹.

329. **L'obligation de résultat.** Dans l'obligation de résultat, le débiteur s'engage plus avant que dans l'obligation de moyens¹⁵²² : « Il peut promettre au créancier

¹⁵¹⁶ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1055, page 549

¹⁵¹⁷ J.-P. LEVY, A. CASTALDO, *Histoire du droit civil*, deuxième édition, Dalloz, 2010, §478, page 743 : « l'accipiens n'est pas tenu de la garde de la chose : il ne répond que de son dol » ; C. ATIAS, *Le droit civil*, sixième édition, Que sais-je ?, PUF, 2001, page 6

¹⁵¹⁸ A.-E. GIFFARD, R. VILLERS, *Droit romain et ancien droit français (obligations)*, quatrième édition, Dalloz, 1976, §147, page 92

¹⁵¹⁹ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3214

¹⁵²⁰ Voir en ce sens P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3218

¹⁵²¹ T. BONNEAU, *Conservation et responsabilité des dépositaires*, Droit des sociétés, mai 2009, n°5, repère 5 : « On pourrait toutefois rétorquer que le droit commun impose de reconnaître que l'obligation de restitution est une obligation de résultat : on enseigne en effet que le dépositaire doit restituer la chose reçue sauf à engager sa responsabilité. Et comme la responsabilité du dépositaire ne peut pas être affectée par l'intervention d'un sous dépositaire, il est clair que le dépositaire est tenu à restitution même si le sous dépositaire est défaillant. Une telle interprétation suppose toutefois que les dépositaires et sous dépositaires soient des dépositaires au sens du Code civil. Or on sait que le recours au contrat de dépôt pour analyser les conventions portant sur des instruments dématérialisés est discuté ».

¹⁵²² P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso,

de lui procurer un résultat déterminé ou précis, coûte que coûte »¹⁵²³. Nous ne trouvons plus trace des notions de moyens, de soin ou de pouvoir, mais il s'agit ici d'un devoir au sens strict du terme¹⁵²⁴. Dans un sens, cette obligation est la plus proche de la signification instinctive du mot « obligation », en ce qu'elle implique une contrainte.

De natures différentes, ces deux obligations se prouvent par des actions différentes. En matière d'obligation de moyens, la responsabilité du débiteur est subordonnée à la preuve de son comportement anormal, c'est-à-dire de sa faute¹⁵²⁵. En revanche, en matière d'obligation de résultat, la simple constatation de l'échec du résultat suffit à prouver la non-exécution de l'obligation.

330. **Une comparaison aux autres obligations bancaires.** Le choix de l'un ou de l'autre type d'obligation n'est pas aisé en matière bancaire, où cohabitent chacun de ces types. Dans des situations parfois très proches de celle d'un dépôt, il a pu être retenu une obligation de sécurité de résultat ou de moyens. Il semblerait que l'obligation de restitution soit en réalité indissociable de l'obligation de garde. Du régime de la deuxième découle le régime de la première. Suivant la sévérité avec laquelle l'obligation de conservation sera entendue, l'obligation de restitution sera imposée avec une amplitude équivalente¹⁵²⁶.

Le principe d'un dépôt de titres financiers peut être rapproché du mécanisme d'un coffre-fort : le client dépose dans son coffre les biens dont il veut que la conservation soit assurée par la banque, à charge pour elle de veiller à cette conservation, à la non altération de ces biens, et à leur restitution à la demande du client. En soit le mécanisme est proche d'un dépôt de titres financiers, à la différence qu'ici il s'agit de biens

2013, page 493

¹⁵²³ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3221

¹⁵²⁴ J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadriga Presses Universitaires de France, 2004, §922, page 1917

¹⁵²⁵ S. PORCHY-SIMON, *Droit civil 2e année Les obligations*, huitième édition, Hypercours Dalloz, 2014, §459, page 233

¹⁵²⁶ Voir en ce sens M. MALAURIE, *Les restitutions en droit civil*, Editions Cujas, 1991, page 129

matériels¹⁵²⁷. En pareil cas, la jurisprudence a retenu une obligation de restitution de résultat pour le contenu du coffre¹⁵²⁸. Cet exemple est d'autant plus marquant qu'un auteur utilise au sujet de l'obligation du banquier le terme de « surveillance », terme qui a été fréquemment utilisé pour désigner une des missions du dépositaire d'OPCVM au niveau européen : « À notre sens, l'obligation de sécurité du banquier en matière de coffre-fort, c'est-à-dire ici l'obligation de « surveillance », devrait être perçue comme étant uniquement de résultat »¹⁵²⁹. La ressemblance entre les deux obligations est donc flagrante.

L'analyse peut être proposée suivant un autre angle, en privilégiant par exemple la mission du dépositaire consistant à enregistrer les mouvements des titres sur les comptes de l'OPCVM. Cette mission peut s'apparenter à la gestion d'un compte bancaire à travers le réseau informatique de la banque¹⁵³⁰. Bien qu'une obligation de sécurité pèse naturellement sur le banquier en pareil cas, l'intensité de cette obligation se trouve discutée. Ce même auteur justifie ainsi le choix d'une obligation de sécurité de moyens : « C'est ainsi que les réseaux informatiques des plus grosses entreprises mondiales ont déjà été « visités » par des « pirates informatiques ». Dès lors, le meilleur des banquiers, aussi vigilant soit-il, n'est jamais à l'abri d'une intrusion non souhaitée sur son réseau »¹⁵³¹. Il fait le choix d'une obligation de moyens, puisque la réalisation du résultat espéré n'est qu'aléatoire.

L'emploi des deux types d'obligations dans les missions les plus générales du banquier ne donne pas vraiment d'indice sur ce que pourrait être la nature de l'obligation de restitution du dépositaire, d'autant que le choix de cette obligation engendre des conséquences importantes en matière de responsabilité correspondante¹⁵³². Il faut donc

¹⁵²⁷ Cass. Com. 11 octobre 2005 ; Bull. Civ. n°206 ; R.D.C 2006.000

¹⁵²⁸ Cass. Com. 15 janvier 1985 ; Bull. Civ. 1985, IV, n°23

¹⁵²⁹ J. LASSERRE CAPDEVILLE, *L'obligation de sécurité du banquier*, Banque & Droit, juillet-août 2007, n°114, page 7

¹⁵³⁰ Dans les deux cas, il s'agit pour le banquier de veiller à ce que chaque mouvement du compte soit correctement enregistré, et en la matière la plus grande crainte à avoir concerne d'éventuels dysfonctionnements du système informatique, ou l'intrusion de pirates informatiques dans le réseau. Voir G. CHAMPY, *La fraude informatique*, Aix-Marseille, 1990, page 10

¹⁵³¹ J. LASSERRE CAPDEVILLE, *op. cit.*, page 7

¹⁵³² Le droit autrichien ne semble pas encore avoir départagé les possibilités d'obligation de résultat ou

trouver un autre critère de distinction entre les deux types d'obligations.

331. **Le critère de distinction : l'aléa.** Il apparaît au final que le réel critère de distinction entre l'obligation de moyens et l'obligation de résultat consiste en l'existence ou non d'un aléa¹⁵³³. En effet, l'aléa suppose que l'objectif recherché ne sera pas toujours atteint. Dès lors, le débiteur ne peut pas s'engager à plus que ce à quoi il est en droit de prétendre, il ne peut promettre que de faire tout son possible pour obtenir la solution souhaitée, mais sans aucune garantie de réussite. Au contraire, lorsqu'il n'y a aucun aléa en présence, le débiteur est certain de l'issue de son obligation. Il peut donc s'engager à l'obtention du résultat souhaité.

La question serait maintenant de savoir si en pratique, les activités effectuées par le dépositaire d'OPCVM présentent un aléa, et si c'est ce même aléa qui est transféré au sous-dépositaire lors de la délégation. En la matière la réponse est claire : la fonction de dépositaire ne possède pas d'aléa notoire au regard des missions exercées. En effet, le dépositaire a pour mission de conserver les actifs, d'effectuer la tenue de compte ou la tenue de position, c'est-à-dire l'enregistrement des mouvements des actifs sur les comptes, et d'exercer certaines missions de contrôles. À première vue, la fonction du dépositaire ne contient pas d'aléa, et étant précisé qu'il transfère à son sous-dépositaire toute cette fonction, à l'exception de la mission de contrôle, il va de soi que la mission nouvelle du sous-dépositaire ne contient pas davantage d'aléa. Par conséquent, le choix d'appliquer au dépositaire et au sous-dépositaire une obligation de restitution du résultat semble justifié sous cet éclairage.

d'obligation de moyens. La réglementation ne prévoit pas davantage d'exigences particulières en présence d'une délégation de dépositaire : en cette matière, elle en réfère à l'intérêt des investisseurs. En outre, le Code Civil autrichien semble retenir la seule responsabilité pour faute, tant pour celle du dépositaire que pour celle de son délégué. Il est en tous les cas responsable du choix du dépositaire, et doit faire preuve en la matière de la fameuse due diligence. Voir en ce sens Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 3 : « According to Art. 1313A Austrian Civil Code an obligor is responsible for fault on the part of this auxiliary persons, i. e. persons whom he uses to perform his obligation, to the same extent as for fault on his own part ».

¹⁵³³ L. WILLIATE-PILLITTERI, *Contribution à l'élaboration d'un droit civil de l'aléa*, in *Droit des contrats France, Belgique*, LGDJ Contrats et Patrimoine, 2005, page 181

332. **Au regard de la notion de garde.** En outre, la conception de la mission de restitution du dépositaire comme une obligation de résultat peut se justifier au regard de la notion même de conservation et de garde dans le mécanisme du contrat. La doctrine retient de manière unanime que l'obligation de garde est l'essence du dépôt¹⁵³⁴. Or puisque c'est la mission-même du dépositaire de recueillir les biens et de veiller à ce qu'ils ne soient ni dégradés ni aliénés, la notion de garde prend son acception la plus importante en la matière : « il faut, semble-t-il, prendre l'expression dans son plus haut degré d'intensité. La garde, la conservation, la défense [...], l'extrême attention »¹⁵³⁵. Or admettre une obligation de restitution de moyens, ne serait-ce pas d'une certaine manière sous-estimer le caractère prépondérant de la garde, en acceptant que le dépositaire, choisi tant pour la confiance qui lui est portée que par ses compétences (et *a fortiori* lorsqu'il s'agit d'un dépositaire professionnel), puisse se dégager de toute responsabilité en arguant qu'il a mis tout en œuvre mais qu'il n'est pas parvenu à conserver la chose telle qu'elle lui a été confiée? Puisqu'il s'agit bien d'admettre la notion de garde « à son plus haut degré d'intensité », il peut ne pas paraître excessif que le degré d'attentes concernant la restitution des actifs soit tout aussi élevé. Quoi qu'il en soit, il appartient à la Cour de cassation de déterminer la nature de l'obligation, et l'erreur de qualification par les juges du fond serait sans importance, dès lors qu'ils ont appliqué la solution exacte¹⁵³⁶.

333. **Conclusion.** La distinction entre obligation de moyens et obligation de résultat est clairement définie en droit commun. Cette distinction se fait plus floue lorsqu'elle s'applique à un contrat de dépôt de droit commun. Elle devient obscure en matière de dépôt de titres financiers, ce qui a donné lieu à un débat doctrinal récurrent sur la nature de l'obligation de restitution de ces actifs particuliers.

¹⁵³⁴ F. COLLARD DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*, huitième édition, Précis Dalloz, 2011, §801, page 740

¹⁵³⁵ F. COLLARD DUTILLEUL, P. DELEBECQUE, *op. cit.*, §801, page 740

¹⁵³⁶ Voir en ce sens P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3212

Section 2. Une qualification objet de débat

334. **Un principe en matière de dépôt.** Une jurisprudence ancienne a créé, en matière de dépôt, une obligation de résultat atténuée¹⁵³⁷ : le déposant n'a pas à établir la faute du dépositaire, mais celui-ci peut s'exonérer en prouvant l'existence d'un cas de force majeure, ou son absence de faute¹⁵³⁸. Des auteurs ont invoqué le fait qu'« il serait préférable de retenir une obligation de moyens normale »¹⁵³⁹. Cette conception rapprocherait dès lors le dépôt de titres du dépôt de sommes d'argent : en pareil cas, il faut retenir une obligation de moyen^{1540 1541}.

On aurait pu attendre de l'AMF qu'elle prenne l'initiative de trancher cette question, ou du moins indique sa préférence à travers une formulation particulière. Il n'en est rien, car le Règlement Général adopte une neutralité parfaite en la matière. A la lecture de l'article 322-7 du Règlement Général, deux types d'obligations du teneur de compte-conservateur sont présentées. Les 1° et 2° énoncent « il apporte tous ces soins », ce qui pourrait induire une préférence pour une obligation de moyens¹⁵⁴². Cette formulation n'est pas sans rappeler celle de l'article 1927 du Code civil : « Le dépositaire doit apporter, dans la garde de la chose déposée, les mêmes soins qu'il apporte dans la garde des choses qui lui appartiennent ». En revanche, le 3° énonce « il assure », qui fait davantage référence à une obligation de résultat. Mais en matière de restitution des titres,

¹⁵³⁷ Voir par exemple A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1047

¹⁵³⁸ Les exemples les plus éloquents en la matière sont au sujet des chevaux. Voir en ce sens Cass. Civ. 1ère, 2 octobre 1980, n° 79-13302, et l'arrêt de la Cour de cassation, Première chambre civile, Audience publique du 5 janvier 1999, n° 97-13793. Voir également Cour d'appel d'Aix-en-Provence, 15 mai 2007, n°04/04302. Voir également P. WIGNY, *Responsabilité contractuelle et force majeure*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1935, page 19

¹⁵³⁹ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §6288

¹⁵⁴⁰ C'est par exemple ce qui a pu être jugé dans un arrêt de la première chambre civile de la Cour de cassation du 30 mars 2005. Cass. Civ. 1ère, 30 mars 2005, *Bull. civil*, 2005, I, n° 157 : « le dépositaire n'est tenu que d'une obligation de moyens ».

¹⁵⁴¹ Le problème reste le rattachement exclusif de la notion de teneur de compte conservateur à la notion de dépositaire. Si certains auteurs et la jurisprudence y sont favorables, d'autres y voient un contrat d'entreprise ou un contrat *sui generis*, auquel s'ajoute un contrat de mandat ou de commission.

¹⁵⁴² Voir en ce sens I. RIASSETTO, A. PRÜM, *Bull. Joly Bourse*, mai-juin 2009, § 28, page 191

le 5° précise uniquement qu'« il a l'obligation de restituer les titres financiers qui sont inscrits en compte titres dans ses livres ». L'AMF n'apporte aucune précision en la matière.

335. **Plan.** En matière de dépôt de titres financiers, le débat fait rage entre les partisans d'une obligation de restitution de moyens, et ceux d'une obligation de restitution de résultat. Certains arguments clefs font pencher en faveur d'une obligation de moyens (§1). C'est d'ailleurs la solution majoritairement retenue à l'échelon européen. Cependant, la France a opté pour une obligation de résultat (§2), bien que ce choix soit vivement critiqué.

§1. En faveur d'une obligation de moyen

336. **Une obligation de moyens liée à la conservation.** Il est convenu que l'obligation de restitution est par nature une obligation de résultat¹⁵⁴³ : seule la restitution effective satisfait le déposant¹⁵⁴⁴. Cependant, certains auteurs ont remarqué que la Cour de cassation parle d'obligation de moyens, « ce qui ne signifie pas que le dépositaire doit simplement s'efforcer de conserver et de restituer la chose, et que sa responsabilité ne serait engagée que si le déposant prouvait sa faute »¹⁵⁴⁵. Cette dérogation serait due au fait que l'obligation de conservation est elle-même un obligation de moyens¹⁵⁴⁶, et que la conservation de la chose à restituer est une opération

¹⁵⁴³ P. LE TOURNEAU, J. FISCHER, E. TRICOIRE, *Principaux contrats civils et commerciaux*, Ellipses, 2005, page 111

¹⁵⁴⁴ S. ARNAUD, *L'usufruit des valeurs mobilières, variations sur les notions de propriété et d'associé*, Nice, 2002, §87 et suivants

¹⁵⁴⁵ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 521, §889

¹⁵⁴⁶ P. LE TOURNEAU, J. FISCHER, E. TRICOIRE, *Principaux contrats civils et commerciaux*, Ellipses, 2005, page 106

essentielle¹⁵⁴⁷. En l'occurrence, l'obligation de conservation étant aléatoire, l'obligation serait également une obligation aléatoire, dont le résultat ne pourrait être garanti.

La directive OPCVM du 20 décembre 1985 retenait la notion anglaise de « safekeeping-assets », qui a été traduite en français par l'expression « la garde des actifs ». Or l'AMF tend à considérer que la notion civiliste de « garde des actifs » implique une obligation de résultat. Pour retenir une obligation de moyen, il aurait fallu privilégier l'expression « conservation des actifs »¹⁵⁴⁸. C'est donc bien un rappel des notions du droit civil qui est ici pratiqué, pour retenir au niveau européen une obligation de moyens plutôt qu'une obligation de résultat.

337. **Un choix fréquent dans d'autres pays européens.** Cet impératif de traduction des directives, et le choix du terme employé pour traduire « safekeeping » en droit national a lancé à l'échelon européen une vague d'obligations de moyens. Par conséquent, la quasi-totalité des États membres de l'Union européenne^{1549 1550}, notamment le Luxembourg, l'Irlande et l'Allemagne, retienne que « le dépositaire est « simplement » tenu de fournir ses « meilleurs efforts » pour assurer la conservation des actifs, notion plus proche d'une obligation de moyens que de résultat »¹⁵⁵¹. L'obligation de moyens est très majoritaire, et conduit à des jurisprudences très différentes de celles obtenues en France¹⁵⁵².

¹⁵⁴⁷ P.-H. ANTONMATTEI, J. RAYNARD, *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013, page 449, §534

¹⁵⁴⁸ S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68, page 542

¹⁵⁴⁹ Selon la loi polonaise, l'obligation de restitution des actifs est une obligation de moyens. Le dépositaire est responsable de tout dommage causé par sa non mise en œuvre ou sa mauvaise mise en œuvre de son obligation. C'est la loi civile qui est applicable en la matière. Cependant, la responsabilité du dépositaire peut différer selon la nature de l'accord conclu par le dépositaire et les provisions contractuelles (contrat entre le dépositaire et le fonds).

¹⁵⁵⁰ Au Royaume-Uni, l'obligation du dépositaire ne peut pas être une obligation de résultat, car il apparaît que toutes les pertes ne pourraient pas être causées par le seul dépositaire, surtout dans le cas d'une sous-délégation de l'activité de conservation. Par conséquent, seule l'obligation de moyens pourrait être retenue.

¹⁵⁵¹ S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *op. cit.*, §68, page 542

¹⁵⁵² Voir *infra*

338. **L'intégration du « due care ».** Pour aller dans le sens de l'obligation de moyen, l'European Trust and Depositary Forum propose l'intégration d'une obligation de « due care », dont il précise la substance. Alors que le recours à des sous-conservateurs ne peut pas toujours être qualifié de délégation au sens des régulations bancaires¹⁵⁵³, le Forum estime que le régime de responsabilité en cas de délégation par le dépositaire devrait être fondé sur un principe de « soin nécessaire » dans la sélection et la surveillance du sous-conservateur. Le même principe devrait s'appliquer à la société de gestion quand elle contracte directement avec des tiers engagés dans l'activité du fonds et la conservation de leurs actifs¹⁵⁵⁴. Un tel avis met en avant la notion de soin nécessaire, et soulage sensiblement la charge du dépositaire en matière de conservation. Certains observateurs ont pu étendre ce soin à l'obligation de restitution, bien que le Forum n'ait pas fait de déclaration explicite en ce sens.

§2. En faveur de l'obligation de résultat

339. **Une obligation de résultat retenue en droit français.** A l'opposé du courant européen en la matière, la France a choisi une voie différente. Elle suit l'interprétation de l'AMF et retient une obligation de résultat. La Commission, dans une communication du 30 mars 2004¹⁵⁵⁵ indique notamment que « pour promouvoir la clarté et la convergence des régimes concernant la responsabilité du dépositaire, il conviendrait d'adopter une interprétation commune de la notion de « garde d'actifs » et des fonctions

¹⁵⁵³ J.-P. KOVAR, J. LASSERRE CAPDEVILLE, *Droit de la régulation bancaire*, RD Edition, 2012 ; J.-P. VALETTE, *Droit de la régulation des marchés financiers*, Gualino éditeur, 2005

¹⁵⁵⁴ European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depositary*, II. B. Liability regime of depositories in case of delegation : « Whilst the recourse to sub-custodians would not necessarily, according to banking regulation, be qualified as delegation, we believe that the liability regime in case of delegation by the Depositary should be governed by a standard of due care in the selection and monitoring of the sub-custodian. The same principles and duties would apply to the Fund management when contracting directly with other third parties involved in the activity of the Fund's and safe-keeping of their assets ».

¹⁵⁵⁵ Communication (COM (2004) 207 final), voir supra

de contrôle spécifiques du dépositaire »¹⁵⁵⁶. Le droit français impose ainsi au conservateur une obligation de résultat lors de la restitution des actifs qui lui sont confiés. Seule la Lituanie¹⁵⁵⁷ et le Portugal¹⁵⁵⁸ ont suivi la France sur cette voie.

340. **La protection des investisseurs.** Imposer une telle obligation peut sembler d'une grande sévérité¹⁵⁵⁹. Néanmoins, ce choix constitue une sécurité supplémentaire pour les investisseurs, en ce qu'elle diminue notablement le risque de dilution des responsabilités en cas de disparition totale des titres : en n'importe quelles circonstances, le simple fait que le dépositaire soit dans l'impossibilité de restituer les titres confiés suffit à engager sa responsabilité. De ce point de vue, le choix de la France a été salué. Et certains auteurs ont pu s'inquiéter de voir une ordonnance de 2008 mettre en péril cette solution, en estimant « paradoxal de relever qu'au moment même où la réglementation française, inflexible sur la responsabilité du dépositaire, était citée comme modèle pour la garantie offerte aux investisseurs, l'ordonnance du 23 octobre 2008 et le décret du 12 décembre 2008 ouvrent la possibilité d'alléger la responsabilité du dépositaire par voie de convention conclue avec la société de gestion, afin de permettre aux professionnels français de s'aligner sur les règles en vigueur sur d'autres places financières moins protectrices des investisseurs! »¹⁵⁶⁰. Cette ordonnance n'ayant plus lieu de s'appliquer en raison des dernières modifications apportées par les directives européennes¹⁵⁶¹, le principe demeure l'obligation de résultat.

¹⁵⁵⁶ S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68, page 542

¹⁵⁵⁷ En Lituanie, la restitution est une obligation de résultat. Elle est soumise au droit civil et au droit administratif. Le dépositaire est chargé de choisir son sous-dépositaire, mais sa responsabilité ne sera pas modifiée ou amoindrie par ce choix.

¹⁵⁵⁸ Au Portugal, l'obligation de restitution est une obligation de résultat. La responsabilité du dépositaire ne peut pas être affectée en cas de sous-délégation, et il est tenu de toute défaillance dans les obligations légales sur ces actifs.

¹⁵⁵⁹ Voir en ce sens S. GAOUAOUI, *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires*, Option Finance, 20 avril 2009, page 10

¹⁵⁶⁰ M. STORCK, *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2009, n°3, page 76.

¹⁵⁶¹ Voir *infra*

341. **Une obligation critiquée.** Le European Trustee & Depositary Forum¹⁵⁶² effectue une critique virulente du choix de la France, le qualifiant d'aberration économique¹⁵⁶³. Selon lui, c'est une position économiquement intenable et néfaste au bon fonctionnement du marché : un régime qui impose aux dépositaires une obligation de résultat serait totalement inapproprié et les mènerait à des conséquences catastrophiques, au détriment ultime de l'industrie financière et des investisseurs. Les dépositaires seraient responsables de la perte totale des actifs détenus par les OPCVM (environ 4500 milliards d'euros). Aucune institution ne serait en mesure d'assurer un tel risque¹⁵⁶⁴. L'alignement de la France aux exigences européennes est vivement conseillée¹⁵⁶⁵.

¹⁵⁶² Dans sa réponse à la Consultation de la Commission Européenne.

¹⁵⁶³ En accord avec ce constat, certains auteurs encouragent un changement de régime de l'obligation de restitution en France : « Dans un contexte de crise mondiale, l'alignement de la France sur les autres pays européens éviterait des distorsions de concurrence et participerait à la construction d'un cadre européen juridique clair et transparent pour l'investissement final ». Voir S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68, page 542. Voir également J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

¹⁵⁶⁴ European Trustee & Depositary Forum, *Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depository*, II. A. Liability regime in case of improper performance : « A regime imposing on Depositories the obligation of result, effectively rendering them the insurers of the industry, would be totally inappropriate and lead to extremely adverse consequences (regulatory, commercial etc.), which ultimately would work to the detriment of the fund industry and end-investors. In such a regime, Depositories would potentially become liable for the total value of the assets held through UCITS products i.e. an of EUR 4.5 Trillion. Should parties wish to extend such a regime for the products covered by the AIFM draft Directive, this would increase the total exposure for Depositories of European fund assets to EUR 6 Trillion. With the risk of stating the obvious, no financial institution, insurer or ultimately the underlying European financial system could cover such a risk ».

¹⁵⁶⁵ Même si la France demeure à un niveau très compétitif. Voir P. AUVERGNY-BENNETOT, *La gestion d'actifs en France: Aspects économiques*, Revue Banque Edition, 2003, page 23

Chapitre III. La mise en œuvre de la responsabilité en cas de non restitution

342. **Introduction.** Dans le vocable juridique, la responsabilité est définie comme l'obligation de réparer le préjudice résultant soit de l'inexécution d'un contrat (responsabilité contractuelle)¹⁵⁶⁶, soit de la violation du devoir général de ne pas causer à autrui par son fait personnel¹⁵⁶⁷, ou du fait des choses dont on a la garde, ou du fait des choses dont on répond (responsabilité du fait d'autrui¹⁵⁶⁸) ; lorsque la responsabilité n'est pas contractuelle, elle est dite délictuelle ou quasi délictuelle¹⁵⁶⁹. La question de la responsabilité du dépositaire est l'un des grands enjeux des débats actuels, puisqu'elle est de loin la question la plus cruciale et la plus controversée du moment : « elle constitue, en droit français comme en droit communautaire, la pierre d'angle de la protection du client dans la gestion pour compte de tiers »¹⁵⁷⁰. Dans le système de droit français, comment se met en œuvre la responsabilité du dépositaire en cas de non restitution ?

343. **Plan.** Les règles en matière de non responsabilité sont en général assez simples (Section 1), mais connaissent une dérogation en matière de FIA (Section 2).

¹⁵⁶⁶ Voir en ce sens J. JULIEN, *Droit des obligations*, deuxième édition, Larcier, 2014, §85, page 157

¹⁵⁶⁷ J. CARBONNIER, *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadriges Presses Universitaires de France, 2004, pages 2294 et suivantes

¹⁵⁶⁸ V. RENAUD, *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923, pages 125 et suivantes

¹⁵⁶⁹ Lexique des termes juridiques, quatorzième édition, Dalloz, 2014-2015

¹⁵⁷⁰ G. RAMEIX, *Gestion alternative: le modèle français est-il exportable?*, Les échos, 22 octobre 2009 ; Voir également F. TIXIER, *Gestion pour compte de tiers*, Banque et Stratégie, décembre 1996, n°133

Section 1. L'application générale de la responsabilité

344. **Plan.** Étudier le régime de responsabilité implique de savoir dans un premier temps quel intervenant peut voir sa responsabilité engagée. Domat envisageait déjà la possibilité de plusieurs dépositaires pour une seule chose : « Si deux ou plusieurs personnes se sont rendues dépositaires d'une même chose, chacun d'eux sera tenu de rendre le tout. Car on ne rend pas le dépôt, si on ne le rend entier ; et ils répondront l'un pour l'autre même de leur dol commun, sans que la demande contre un seul ôte le droit d'agir ensuite contre tous les autres, jusqu'à ce que le tout soit restitué »¹⁵⁷¹.

Or ici, qui a l'obligation de restitution des titres, et qui peut être responsable de cette non restitution ? La réponse est bien évidemment la partie au contrat qui détient les titres au moment de la demande de restitution. S'agit-il du dépositaire (Sous-Section 1), ou du sous-conservateur (Sous-Section 2) ? Une fois la personne désignée, peut-elle invoquer certains arguments pour déroger à cette responsabilité (Sous-Section 3) ?

Sous-Section 1. La non restitution par le dépositaire

345. **Introduction.** Le dépositaire est par définition le seul intervenant dont on est sûr qu'il détient ou a détenu à un moment donné les actifs qui lui ont été confiés. Au titre de cette détention, il est tout naturellement soumis à l'obligation de restitution, inhérente au dépôt. Mais s'il est dans l'impossibilité de restituer les titres¹⁵⁷²,

¹⁵⁷¹ DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel, Titre VII Du dépôt et du Séquestre*, 1756, XIV, page 81

¹⁵⁷² Le cas particulier de l'insolvabilité est présenté notamment à l'article 27 de la Convention d'UNIDROIT. Il est à remarquer ici que ce n'est plus uniquement l'insolvabilité du dépositaire pertinent, mais celui de tout acteur au système qui est envisagé. Cet article précise que dans la mesure permise par le droit qui régit un système, est applicable toute disposition des règles uniformes d'un système de règlement-livraison ou d'un système de compensation de titres (voir G. ANDRIA, *Les mécanismes de*

sa responsabilité peut-elle être engagée, et sur quel fondement¹⁵⁷³ ?

346. **La responsabilité contractuelle du dépositaire.** La responsabilité contractuelle est définie à l'article 1147 du Code civil : « Le débiteur est condamné, soit à raison de l'inexécution de l'obligation, soit à raison du retard dans l'exécution, toutes les fois qu'il ne justifie pas que l'inexécution provient d'une cause étrangère qui ne peut lui être imputée, encore qu'il n'y ait aucune mauvaise foi de sa part »¹⁵⁷⁴. De fait, la responsabilité contractuelle répare un dommage né pendant l'exécution d'un contrat, de

compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002) qui exclut la révocation d'une instruction donnée par un participant au système visant à disposer de titres intermédiés ou à effectuer un paiement relatif à une acquisition ou à une disposition de titres intermédiés dès le moment où cette instruction est réputée irrévocable selon les règles du système, ou qui exclut l'invalidation ou la contre-passation d'un débit, d'un crédit, d'une identification ou de la suppression d'une identification dans un compte de titres qui fait partie du système dès le moment où ce débit, ce crédit, cette identification ou la suppression de cette identification n'est plus susceptible d'être contre-passé selon les règles du système (Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 27). La rédaction de ce dernier article a semble-t-il fait l'objet d'une longue discussion lors de la Conférence, si l'on en croit les observations de la délégation française, qui lui consacre toute la première annexe. Dans ce document, la délégation française commence par se féliciter de la conception de la bonne foi telle qu'elle est présentée par la Convention, car le contenu de la notion de bonne foi tel qu'il résulte des cas de jurisprudence en France est proche de l'idée exprimée dans ces articles. Toutefois, elle estime que le projet d'avis final présente une approche nouvelle et innovante de ce concept dans un contexte dématérialisé : « un titulaire de compte devrait être protégé contre la contre-passation d'un crédit à moins qu'il ait su ou aurait dû savoir que le compte n'aurait pas dû être crédité ». Or étant très attachée à la comptabilité des travaux conduits au niveau européen et au niveau international, la délégation suggère de disposer d'une solution unique pour les deux projets. « Une dichotomie serait source d'incertitude juridique pour les participants au marché » (Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008), Annexe 1). De même, l'article 20 de la Convention d'UNIDROIT précise que : « 1. Sous réserve du paragraphe 2, la présente Convention ne détermine ni le rang ni les rapports entre les droits des titulaires de comptes d'un intermédiaire et les droits conférés par cet intermédiaire et rendus opposables aux tiers conformément à l'article 12 ou à l'article 13. 2. Un droit sur des titres intermédiés conféré par un intermédiaire et rendu opposable aux tiers conformément à l'article 12 prime les droits des titulaires de comptes de l'intermédiaire sauf si, au moment déterminant, la personne à qui le droit est conféré a effectivement connaissance ou devrait avoir connaissance de ce que le droit conféré constitue une violation des droits d'un ou de plusieurs titulaires de comptes ».

¹⁵⁷³ Comme il a été exposé auparavant, la responsabilité du dépositaire est appréciée au regard de la réglementation de l'État membre où se trouve le siège statutaire de la société de gestion ou d'investissement. C'est logiquement le droit de l'État membre où le dépositaire a son siège statutaire ou son établissement qui trouve à s'appliquer, en d'autres termes le droit de l'État membre où se situe le siège statutaire de l'organe de gestion (la société de gestion ou d'investissement). C'est donc également le droit français qui régit les règles applicables en matière de responsabilité du sous-dépositaire.

¹⁵⁷⁴ Article 1147 du Code civil

l'inexécution d'une obligation du contrat¹⁵⁷⁵.

L'inexécution par le dépositaire des obligations afférentes à sa fonction de conservateur des actifs de l'OPCVM se résout en dommages et intérêts¹⁵⁷⁶, la responsabilité civile du dépositaire pouvant être engagée¹⁵⁷⁷. Il s'agit de l'obligation qui peut incomber à une personne de réparer un dommage causé à autrui par son fait, ou par le fait des personnes ou des choses dépendant d'elle¹⁵⁷⁸. Là encore, il s'agit d'un instrument de sécurité juridique¹⁵⁷⁹. Le choix de cette responsabilité se justifie par l'article 9 de la directive OPCVM, selon lequel le régime de responsabilité dépend de chaque État membre, et n'est pas pris en compte au niveau européen. Le dépositaire demeure responsable, selon le droit national de l'État où est situé le siège statutaire de la société de gestion, à l'égard de la société de gestion et des participants, de tout préjudice subi par eux et résultant de l'inexécution ou de la mauvaise exécution de ses obligations¹⁵⁸⁰. À

¹⁵⁷⁵ Y. BUFFELAN-LANORE, V. LARRIBAU-TERNEYRE, *Droit civil Les obligations*, quatorzième édition, Sirey, 2014, page 460

¹⁵⁷⁶ C'est-à-dire en réparation de la détérioration ou destruction du bien. Voir G. VINEY, P. JOURDAIN, sous la direction de J. GHESTIN, *Les effets de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, troisième édition, LGDJ, 2010, §95 et suivants. Elle est alors qualifiée de « valeur de remplacement ».

¹⁵⁷⁷ L'article 17 du projet de directive AIFM donne une vision globale du régime de responsabilité du dépositaire des titres financiers de FIA : « 2. The depositary shall be liable to the AIFM and the investors of the AIF for any losses suffered by them as a result of its failure to perform its obligations pursuant to this Directive. In case of any loss of financial instruments which the depositary safe-keeps, the depositary can only discharge itself of its liability if it can prove that it could not have avoided the loss which has occurred. Liability to AIF investors may be invoked either directly through the AIFM, depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the AIFM and the investors. The depositary's liability shall not be affected by any delegation referred to in paragraph 4 ». Le premier alinéa concerne la responsabilité du dépositaire de FIA en cas de défaillance dans son propre exercice de la mission. On peut dès à présent remarquer la précision apportée quant aux bénéficiaires de cette responsabilité : en effet, la directive rend le dépositaire responsable non seulement envers le FIA, mais aussi envers l'investisseur. Le dépositaire a donc une responsabilité envers les deux acteurs. En outre, il faut remarquer que l'expression « any losses » regroupe toutes formes de perte, peu important l'origine ou les modalités de dépréciation ou perte des actifs. Ce paragraphe, apparemment succinct, n'en demeure pas moins indispensable car la précision de sa rédaction et l'usage judicieux des termes employés dresse un tableau clair et homogène des premières bases de la responsabilité du dépositaire de FIA.

¹⁵⁷⁸ Voir notamment R. SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951, §1, page 1

¹⁵⁷⁹ R. SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951, §2, page 1

¹⁵⁸⁰ Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), Article 9

nouveau, la France a mis en avant cette conception du dépôt issue du droit commun dans le choix du régime de responsabilité du dépositaire.

Engager cette responsabilité nécessite la réunion de trois éléments, que sont : un manquement, un préjudice, et un lien de causalité entre les deux. Dans le cadre de la fonction du dépositaire, le manquement consiste dans le fait pour le dépositaire de ne pas avoir effectué la restitution des actifs, ce qui demeurerait pour lui une obligation, le préjudice causé consiste en la perte des actifs pour l'OPCVM, et cette perte est bien en directe relation avec le défaut de restitution par le dépositaire. Ce régime est très différent d'autres régimes juridiques, par exemple les régimes américain ou allemand¹⁵⁸¹, où le dépositaire ne voit sa responsabilité engagée que pour toute perte ou diminution dans la valeur du fonds, résultant de ses propres actes ou omissions, s'ils sont le résultat d'une faille dans son obligation de vigilance telle que définie dans son contrat¹⁵⁸².

347. Une responsabilité sans faute ? Historiquement, Domat retient que le dépositaire n'est pas tenu pour responsable de la perte de la chose s'il n'a pas

¹⁵⁸¹ Le système français du dépositaire se rapproche de la notion de trust et de trustee allemand. En effet, le trust allemand (Treuhänder) se définit comme une relation légale selon laquelle une des parties (Treugeber), autorise le trustee (Treuhänder), à exercer en son nom un ou plusieurs droits lui appartenant, mais seulement dans un but précis et sous certaines conditions. Voir SCHERER P., (2009), Trusts & Trustees in Germany, *Journal of Banking law & Regulation*, Volume 24, Issue 5, page 269: « Under German law, a trust (Treuhänder) is a legal relationship in which one party, the settlor (Treugeber), entrusts another party, the trustee (Treuhänder), with a certain right or with certain rights in order to enable the trustee exercise this right or these rights in its own name but only for a specified purpose and under certain conditions ». Selon ce système, les responsabilités du trustee sont précisément définies dès le début de sa relation avec le déposant, ce qui confère au système une solidité et un contentieux réduit à son minimum : « The trustee's liability risk is reduced or minimised by common used « trustee protection language » and by clear (and, if necessary, detailed) contractual instructions to the trustee ». En pratique, la responsabilité du trustee n'est engagée qu'en cas de négligence ou faute de conduite.

¹⁵⁸² Un exemple de clause pratique dans un contrat : « The Custodian shall be fully liable for any loss to, or diminution in, the value of the Fund resulting from the Custodian's own acts or omissions, if the resulting loss or diminution in value of the Fund is the proximate result of the Custodian's breach of its duty of care as defined in the custodial contract, as amended or any other negotiated contract between Custodian and CalPERS, except when such acts or omissions are in compliance with Proper Instructions. This liability shall extend to the acts or omissions of the Custodian's agents and sub-custodians. CalPERS may, at its discretion, limit the liability of the Custodian when doing so does not compromise the rights of CalPERS or the safety or security of CalPERS' assets ». California public employees' retirement system statement of investment policy, For custody management, IV. Custodian liability

commis de faute : « Si la chose déposée vient à se perdre ou à périr, soit par la nature, ou si un cheval, quoique gardé, s'échappe et se perd : ou par un cas fortuit, sans qu'on puisse l'imputer au dépositaire, il sera déchargé, en rendant du dépôt ce qui pourra en rester »¹⁵⁸³.

Pour ce qui est de relever un manquement aux obligations contractuelles, il faut distinguer deux situations : lorsque l'obligation est de moyen, la victime doit rapporter la preuve du manquement de son cocontractant. À l'inverse, lorsque l'obligation en cause est une obligation de résultat, le manquement aux obligations contractuelles est présumé du défaut de résultat. En matière de responsabilité du dépositaire, il a pu être étudié précédemment que l'obligation de restitution des actifs est une obligation de résultat. De ce fait, le seul constat de la non restitution des actifs suffit à faire présumer l'existence d'un manquement par le dépositaire dans ses obligations contractuelles¹⁵⁸⁴.

Cette responsabilité se justifie par le fait même du transfert de propriété effectué par le dépôt, en raison de la fongibilité des actifs¹⁵⁸⁵. Puisque c'est le dépositaire qui est détenteur et propriétaire des actifs pendant toute la durée du dépôt, à charge pour lui de le restituer en pareille nature et en pareille quantité à la demande du déposant, s'applique à lui l'adage *res perit domino*¹⁵⁸⁶. Le *de dominor* désigne en latin le fait d'être maître, de

¹⁵⁸³ DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel, Titre VII Du dépôt et du Séquestre*, 1756, VI, page 82

¹⁵⁸⁴ Le considérant 15 quaterdecies de la directive AIFM apporte des précisions quant aux modalités de mise en œuvre de la responsabilité du dépositaire en matière de FIA. En effet, sa responsabilité ne peut pas être systématiquement engagée, et notamment dans le cadre de la délégation. Certes, le dépositaire est responsable des pertes subies par le gestionnaire, le fonds alternatif et les investisseurs. La directive opère une distinction entre la perte d'instruments financiers conservés et les autres pertes. Dans ce dernier cas, le dépositaire est responsable en cas d'action délibérée ou de négligence. Lorsque le dépositaire assure la garde d'actifs et que ces actifs sont perdus, le dépositaire est responsable à moins qu'il ne puisse prouver que la perte est liée à un événement extérieur échappant à son contrôle raisonnable et dont les conséquences auraient été inévitables en dépit de tous les efforts raisonnablement déployés pour le contrer. À cet égard, un dépositaire ne peut, à titre d'exemple, invoquer certaines situations comme la fraude d'un employé pour se décharger de sa responsabilité (Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 quaterdecies).

¹⁵⁸⁵ P. BLOCH, *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

¹⁵⁸⁶ On peut ici effectuer un parallèle avec le dépositaire de fonds, dont les actifs ont également la nature de biens fongibles. Dès lors, l'argumentaire d'Iris AVANZINI en matière de dépositaire de fonds s'applique également au dépositaire de titres financiers: « Dans le contrat de dépôt de fonds la propriété des fonds est transmise au banquier, il est logique qu'il supporte les risques de la chose, en application de l'adage *res perit domino* », Thèse *Les obligations du dépositaire*, Paris, 2005 page 174

commander, et peut prendre le sens de maîtriser, de commander les actions et d'ordonner les biens¹⁵⁸⁷. Étant détenteur des actifs, même de façon précaire¹⁵⁸⁸, il supporte les risques de cette possession¹⁵⁸⁹.

348. **La charge de la preuve.** La question de la responsabilité a pour échos l'interrogation sur la charge de la preuve. Selon l'arrêt du 30 mars 2005 rendu par la première chambre civile de la Cour de cassation, qui retient une obligation de restitution de moyens, il s'agit d'une responsabilité civile pour faute¹⁵⁹⁰. Il appartient donc

¹⁵⁸⁷ Définition de *dominor* par le dictionnaire Gaffiot, page 555

¹⁵⁸⁸ Voir en ce sens A. CHAMOULAUD-TRAPIERS, *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007, page 30 : « Possession et détention précaire ont donc en commun le pouvoir de fait sur la chose. Comme le possesseur, le détenteur exerce un pouvoir de fait sur le bien, c'est lui qui en a l'usage. [...] La détention précaire, à la différence de la possession, ne peut jamais conduire à l'acquisition de la propriété (à l'usucapion), même si elle se prolonge très longtemps ».

¹⁵⁸⁹ R. JUAN-BONHOMME, *Le transfert de risque dans la vente de meubles corporels*, Montpellier, 1978, Première partie ; R. von JHERING, *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893

¹⁵⁹⁰ En droit américain, la section 8-115 du UCC est intitulée « Securities intermediary and others not liable to adverse claimant », et organise une absence de responsabilité de l'intermédiaire financier, à partir du moment où il ne fait qu'obéir aux ordres qui lui sont valablement donnés. Cette règle connaît cependant quelques exceptions : lorsque l'action a fait l'objet d'une injonction, d'une mesure conservatoire, ou de toute autre procédure issue d'une juridiction compétente de ne pas y procéder, lorsqu'il agit en collusion pour violer les droits de la partie adverse, ou bien lorsque le titre de propriété de l'action a été volé : « A securities intermediary that has transferred a financial asset pursuant to an effective entitlement order, or a broker or other agent or bailee that has dealt with a financial asset at the direction of its customer or principal, is not liable to a person having an adverse claim to the financial asset, unless the securities intermediary, or broker or other agent or bailee : (1) took the action after it had been served with an injunction, restraining order, or other legal process enjoining it from doing so, issued by a court of competent jurisdiction, and had a reasonable opportunity to act on the injunction, restraining order, or other legal process, or(2) acted in collusion with the wrongdoer in violating the rights of the adverse claimant ; or(3) in the case of a security certificate that has been stolen, acted with notice of the adverse claim ». Uniform Commercial Code, article 8, section 8-105. Cet article a un certain intérêt, en ce qu'il ne reconnaît au dépositaire que le rôle le plus minimaliste d'intermédiaire, il n'est que la main qui agit selon les ordres qui lui sont donnés. De ce point de vue, l'absence de responsabilité du dépositaire lorsqu'il ne fait qu'obéir aux ordres qui lui sont donnés semblent complètement justifiée, ainsi que la dérogation faite à cette règle lorsque le dépositaire outrepassé ses droits ou agit dans un intérêt différent du donneur d'ordre.

Cependant cet article pose tout de même une interrogation importante, qui est celle de la conscience de l'intermédiaire. En effet, qu'en est-il de l'intermédiaire qui obéirait à un ordre manifestement illégal ? Sa responsabilité, selon cette même règle, ne pourrait pas être engagée, cependant d'un point de vue déontologique et en application d'un devoir de contrôle, ne pourrait-il pas y avoir conflit entre la responsabilité évidente et la dérogation ici absurde ? Le UCC ne répond pas à cette question, mais reprend cependant la notion clef d'intérêt de l'investisseur auquel le dépositaire doit se plier, ainsi que les quelques contrôles de base qu'il doit effectuer pour s'assurer de la validité des actions menées.

au dépositaire de prouver qu'il n'a commis aucune faute : « si le dépositaire n'est tenu que d'une obligation de moyens, il lui appartient, en cas de détérioration de la chose déposée, de prouver qu'il y est étranger, en établissant qu'il a donné à cette chose les mêmes soins qu'il aurait apportés à la garde des choses lui appartenant »¹⁵⁹¹.

349. **Conclusion.** Le dépositaire peut voir sa responsabilité engagée, car la non restitution est perçue comme une inexécution du contrat de dépôt. Or la garde constitue une autre obligation de ce contrat. La non restitution laissant présumer une mauvaise garde des actifs, le sous-dépositaire peut-il lui aussi voir sa responsabilité engagée ?

Sous-Section 2. La non restitution par le sous-conservateur

350. **Plan.** Comme nous l'avons présenté précédemment, le sous-conservateur est également un teneur de compte-conservateur. Il a lui aussi la mission de garde des actifs, qui implique leur détention pendant toute la durée de son intervention. Peut-il lui aussi voir sa responsabilité engagée en cas de non restitution (§1) ? Dans cette situation, le dépositaire est-il dégagé de toute responsabilité (§2) ?

§1. La responsabilité du sous-conservateur

351. **Une responsabilité contractuelle.** Le sous-conservateur ayant lui aussi une mission de garde et de conservation, il a l'obligation de veiller à ce que les titres financiers ne soient pas aliénés. Par conséquent, le fait pour le sous-conservateur de ne

¹⁵⁹¹ Cass. Civ. 1ère, 30 mars 2005, *Bull. civil*, 2005, I, n° 157

pas être en mesure de restituer les titres constituer bien une inexécution de son contrat.

De manière identique au régime applicable au dépositaire, le sous-conservateur pourrait voir sa responsabilité engagée pour la non restitution des titres financiers. Il ne nous semble pas nécessaire de développer davantage cette responsabilité. Nous noterons simplement que l'obligation de garde étant une obligation de moyens, l'inexécution de la mission de garde nécessite la preuve de la faute du sous-conservateur pour voir sa responsabilité engagée. Mais une telle procédure pourrait-elle dégager le dépositaire de toute responsabilité ?

§2. La responsabilité du dépositaire pour la non restitution par le sous-conservateur

352. **Le principe.** En cas de défaillance du sous-conservateur, les dépositaires ont pu parfois invoquer que leur responsabilité ne devait pas être engagée, car ils étaient déchargés de leur obligation de restitution par le jeu d'une délégation parfaite envers le sous-conservateur¹⁵⁹². C'est un argument tout à fait valable et assez rusé, puisque le droit retient qu'en présence de plusieurs dépositaires, la restitution peut être faite par celui d'entre eux qui détient la chose, sans que le consentement des autres soit nécessaire¹⁵⁹³. En l'espèce, même à ne reconnaître qu'une délégation imparfaite, il y a bien plusieurs dépositaires, et c'est bien le sous-conservateur qui détient matériellement les titres financiers. Mais la délégation parfaite possède également cette caractéristique

¹⁵⁹² Voir par exemple: CA Paris, 8 avril 2009, n° 2008/ 22218 « Société Générale c/ Day Trade Asset Management »

¹⁵⁹³ Voir en ce sens G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1125, page 575 : « S'il y a plusieurs dépositaires ou que le dépositaire soit mort laissant plusieurs héritiers, la restitution peut être faite par celui d'entre eux qui détient la chose, sans que le consentement des autres lui soit nécessaire, puisque ces deniers ne peuvent s'opposer à la restitution. Pour la même raison il doit faire la restitution sans pouvoir prétexter la nécessité d'obtenir le consentement des autres dépositaires ou héritiers. C'est ce que disait Pothier. S'il omet de faire la restitution, il peut, en sa qualité de détenteur, être actionné pour le tout. C'est encore ce que disait Pothier. Mais comme tous les dépositaire ou héritiers sont obligés de restituer, chacun d'eux peut être actionné en resitution pour sa part même s'il ne détient pas la chose déposée ».

de manifester la volonté du délégant de « quitter le théâtre contractuel »¹⁵⁹⁴. Elle fait sortir le délégant du champ d'application du contrat, et il peut être déchargé de sa responsabilité sous certaines conditions¹⁵⁹⁵.

Cet argument n'a cependant jamais été retenu par une juridiction. Le recours à une sous-conservation ne modifie pas le régime de responsabilité du dépositaire. L'AMF a eu l'occasion de rappeler ce principe dans ses recommandations aux sociétés de gestion susceptibles d'avoir été impactées par l'affaire Madoff : l'obligation de restitution par le dépositaire des actifs faisant l'objet d'une tenue de compte-conservation serait dans une telle hypothèse inchangée et ferait obligation au dépositaire de compenser les pertes éventuelles liées à la disparition de tels actifs : « si une société de gestion avait délégué la gestion d'un OPCVM à une entité liée à l'affaire Madoff, elle resterait responsable de la gestion financière mise en œuvre »¹⁵⁹⁶.

353. **Le cas du sous-conservateur étranger.** En matière de FIA, la directive AIFM¹⁵⁹⁷ fait preuve d'innovation en prévoyant un cas de dérogation directement issu de la pratique financière. Lorsque la législation d'un pays tiers exige que certains instruments financiers soient conservés par une entité locale et qu'aucune entité locale ne satisfait aux exigences relatives à la délégation de la fonction de dépositaire, le dépositaire peut se décharger de sa responsabilité à condition que le règlement du fonds ou le statut du fonds alternatif concerné autorise expressément une telle décharge. Il est nécessaire que les investisseurs aient été dûment informés de cette décharge et des circonstances la justifiant avant leur investissement, que le fonds alternatif ou le gestionnaire agissant pour le fonds alternatif ait chargé le dépositaire de déléguer la garde

¹⁵⁹⁴ Nous reprenons ici une formule appliquée à la cession de contrats : L. AYNES, *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Economica, 1984, §137, page 106 ;

¹⁵⁹⁵ Voir en ce sens J.-G. RAFFRAY, *Les substitutions de contractants au cours de l'exécution du contrat*, Montpellier, 1977 ; C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes

¹⁵⁹⁶ Recommandations de l'AMF à destination des sociétés de gestion gérant des OPCVM de droit français susceptibles d'être impactés par l'affaire Madoff, 17 décembre 2008, page 1

¹⁵⁹⁷ Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM

de ces instruments financiers à une entité locale¹⁵⁹⁸. Cette décharge est possible seulement s'il existe deux contrats : un contrat écrit entre le dépositaire et le fonds alternatif ou, le cas échéant, le gestionnaire agissant au nom du fonds alternatif, autorisant expressément cette décharge, et un contrat écrit entre le dépositaire et la tierce partie qui transfère explicitement la responsabilité du dépositaire à la tierce partie et permet au fonds alternatif ou, le cas échéant au gestionnaire agissant au nom du fonds alternatif, de déposer plainte contre la tierce partie au sujet de la perte d'instruments financiers ou au dépositaire de déposer plainte en leur nom¹⁵⁹⁹.

354. **L'application de cette responsabilité.** La jurisprudence retient de manière constante et en application de l'article 1165 du Code civil, que dans la situation d'une chaîne de contrats non translatrice de propriété, le sous-contractant n'est pas contractuellement lié au maître de l'ouvrage, et qu'il n'engage que sa responsabilité délictuelle¹⁶⁰⁰.

En matière de sous-conservateur, il existe deux situations : soit l'initiative de l'ouverture à un sous-conservateur émane de la société de gestion, qui en informe nécessairement le dépositaire initial, soit, beaucoup plus rarement, c'est ce même dépositaire qui fait appel à un sous-conservateur. Dans tous les cas de la première situation et certains cas de la seconde, la société de gestion est parfaitement consciente de l'incursion d'un troisième acteur dans le système de dépôt, et matérialise souvent cette conscience à travers la rédaction d'une convention tripartite, qui fixe les fonctions et prérogatives de chaque acteur, comme il a pu être étudié précédemment. Dès lors, il existe un réel lien contractuel entre l'OPCVM et le sous-conservateur. La responsabilité contractuelle du sous-dépositaire pourra être engagée, selon les mêmes mécanismes étudiés précédemment, mais elle n'exclut pas la responsabilité du dépositaire. Ainsi,

¹⁵⁹⁸ Voir en ce sens A. LANDIER-JUGLAR, F. BOMPAIRE, *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014, page 185

¹⁵⁹⁹ Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 sexdecies

¹⁶⁰⁰ Voir en ce sens R. CABRILLAC, *Droit des obligations*, huitième édition, Dalloz Cours, 2008, §145, pages 117-118

même en cas d'action répréhensible du sous-conservateur, le dépositaire initial reste le seul interlocuteur de l'OPCVM. La question est donc de savoir si dans pareil cas, le dépositaire initial peut voir sa responsabilité engagée pour les manquements commis par son sous-conservateur, et selon quelles modalités. Cette situation est plus complexe car elle permet d'ouvrir les possibilités à une autre forme de responsabilité qu'est la responsabilité du fait d'autrui.

355. **Une responsabilité civile du fait d'autrui ?** En matière de responsabilité du fait d'autrui, les conditions dans lesquelles est engagée la responsabilité sont identiques à celles d'une responsabilité contractuelle du fait personnel. Par conséquent, en cas d'obligation de résultat, la seule non-obtention du résultat suffit à engager la responsabilité, alors que pour l'obligation de moyens, il faut prouver la faute du sous-conservateur, et sa non mise en œuvre de tous les moyens dont il disposait pour obtenir le résultat désiré.

Le principe qui est ici mis en avant est le fait que le débiteur s'engage à l'exécution de son obligation à travers la conclusion d'un contrat. Puisqu'il est lié par ce contrat, son initiative d'intégrer un nouvel acteur à la mise en œuvre de son obligation ne vient pas remettre en cause sa responsabilité. C'est donc tout naturellement qu'en cas d'introduction d'un tiers dans l'application du contrat, le débiteur principal reste entièrement responsable de la bonne exécution de l'obligation à laquelle il s'est engagé. Cependant, cette conception très théorique se heurte à la pratique en matière de dépositaire d'OPCVM : souvent, le déposant signe un accord avec le sous-dépositaire, en l'occurrence la convention tripartite. Cette convention est même parfois conclue à l'initiative du déposant, qui ne peut donc pas ignorer l'introduction du tiers dans le contrat. Or cette connaissance ne permettrait-elle pas au dépositaire de remettre en cause le caractère irréfragable de la présomption selon laquelle il reste seul et unique responsable de la bonne exécution de l'obligation?

356. **De l'exclusion de la responsabilité du fait d'autrui.** La responsabilité civile du fait d'autrui est présentée au premier alinéa de l'article 1384 du Code civil : « On est responsable non seulement du dommage que l'on cause par son propre fait, mais encore de celui qui est causé par le fait des personnes dont on doit répondre, ou des choses dont on a la garde ». Cet article vise des situations précises, que sont la responsabilité des instituteurs du fait de leurs élèves, des parents du fait de leurs enfants, des artisans de leurs apprentis, des commettants du fait de leurs préposés¹⁶⁰¹. En l'espèce, le cas qui semblerait le plus proche de la responsabilité du dépositaire du fait de son sous-conservateur est le cas de la responsabilité du commettant du fait de son préposé. Encore faut-il pouvoir définir le commettant et le préposé.

Juridiquement, le commettant se définit comme l'acteur qui demande à une autre personne de la représenter ou de faire un acte donné¹⁶⁰². Le dépositaire demande effectivement au sous-dépositaire de remplir une mission bien définie, et peut donc être reconnu comme un commettant. Le préposé est la personne qui accomplit une mission, à titre onéreux ou gratuit, sous la direction, le contrôle et la responsabilité d'une autre¹⁶⁰³. Le sous-dépositaire effectue bien une mission à titre onéreux, il est effectivement soumis au contrôle du dépositaire initial. Mais la question de la direction reste un problème entier : en quoi consiste cette direction ? Pour invoquer cette responsabilité, il faut pouvoir rattacher le dommage au rapport de préposition¹⁶⁰⁴. Un auteur souligne qu'une telle obligation est légitime uniquement lorsque cet « autrui » est placé dans la « sphère d'autorité » de celui qu'on condamne¹⁶⁰⁵.

Or il va de soi que le sous-conservateur n'obéit pas aux ordres du dépositaire initial mais à ceux de l'OPCVM. Le dépositaire possède un pouvoir de contrôle, mais pas de donneur d'ordre ni d'autorité. Est-ce que cela prive pour autant le dépositaire initial de tout droit de regard sur le sous-conservateur, notamment au terme de sa mission de

¹⁶⁰¹ P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, pages 74 et suivantes

¹⁶⁰² P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, page 74

¹⁶⁰³ V. RENAUD, *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923, page 227

¹⁶⁰⁴ P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *op. cit.*, page 76

¹⁶⁰⁵ P. BRUN, *Responsabilité civile extracontractuelle*, Litec LexisNexis, 2005, pages 249-250

contrôle ? Dès lors, on peut émettre l'hypothèse d'un dépositaire commettant, auquel on impose un préposé, dont la direction consiste uniquement à lui demander d'assurer la garde des actifs, presque en son nom puisque le dépositaire demeure responsable de la perte en toutes circonstances.

357. **L'efficience de la délégation.** Le mécanisme de la délégation du dépôt va dans le sens d'une éventuelle responsabilité contractuelle du fait d'autrui. En effet, selon certains auteurs, l'apparence de responsabilité contractuelle du fait d'autrui existe lorsqu'un débiteur introduit volontairement un tiers dans l'exécution du contrat¹⁶⁰⁶, ce qui semble correspondre tout à fait à la situation d'une sous-délégation par un dépositaire d'OPCVM. « Il peut être d'abord un auxiliaire, un aide, autrement dit une personne collaborant à l'exécution d'une obligation sur les ordres et sous le contrôle du débiteur, c'est-à-dire un préposé, qu'il soit salarié ou qu'il intervienne à titre gracieux [...]. Le tiers peut également se présenter comme un substitut : il exécute l'obligation à la place du débiteur. La figure d'usage courant est celle du sous-contrat et, notamment, de son importante application, la sous-traitance »¹⁶⁰⁷. En l'espèce, il s'agit d'une situation intermédiaire entre ces deux catégories, puisque le sous-dépositaire exécute l'obligation à la place du débiteur, et ce sous le contrôle de celui-ci¹⁶⁰⁸. Dans tous les cas, la sous-délégation du dépositaire d'OPCVM rentre parfaitement dans le cadre de cette responsabilité contractuelle du fait d'autrui.

Or, notamment lorsque le sous-conservateur est d'une autre nationalité, le dépositaire fait appel à un sous-conservateur pour effectuer certaines transactions. C'est précisément le fait d'octroyer au sous-conservateur des prérogatives auxquelles il ne peut pas prétendre qui exclut la possibilité d'une délégation. Un auteur l'explicite à travers cette formule « Un premier point serait de reconnaître qu'un sous-conservateur n'est pas

¹⁶⁰⁶ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3474

¹⁶⁰⁷ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *op. cit.*, §3474

¹⁶⁰⁸ V. RENAUD, *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923, pages 125 et suivantes

une délégation puisqu'il s'agit d'un tiers qui va effectuer une mission que le dépositaire n'est pas autorisé à réaliser localement »¹⁶⁰⁹. Il ne peut donc pas s'agir d'une délégation parfaite d'une mission que le dépositaire des titres ne peut effectuer par lui-même¹⁶¹⁰.

358. L'apport de la Convention d'Unidroit. La Convention d'UNIDROIT¹⁶¹¹ vient apporter quelques précisions quant au sort des actifs confiés en cas de perte, dans la situation d'insolvabilité de l'intermédiaire. Lorsqu'une perte est imputable à un ou plusieurs intermédiaires et que le moment de la perte en actifs est inférieur au nombre total des actifs de même nature crédité au compte de ce ou ces intermédiaires, il assure seul la perte s'il est intermédiaire unique, ou alors la perte est répartie entre les différents intermédiaires, à proportion du nombre d'actifs de même nature crédité sur chacun de leur compte¹⁶¹². Le droit non conventionnel peut décider que le système de perte est soumis aux règles différentes du système de règlement-livraison, par dérogation à la Convention¹⁶¹³.

Cet article constitue une avancée considérable : il engage la responsabilité du teneur de compte en cas de perte des actifs. Or cette conception est-elle nouvelle,

¹⁶⁰⁹ A. LANDIER-JUGLAR A., *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse financière, octobre novembre décembre 2009, n° 33, page 13

¹⁶¹⁰ Il ne s'agit donc pas d'une substitution de contractant, telle qu'elle est présentée par J.-G. RAFFRAY, *Les substitutions de contractants au cours de l'exécution du contrat*, Montpellier, 1977 ; C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes

¹⁶¹¹ Dans son article 26.

¹⁶¹² Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 26 : « 1. Le présent article s'applique dans toute procédure d'insolvabilité relative à un intermédiaire sauf disposition contraire applicable dans cette procédure. 2. Si le nombre ou le montant total de titres et des titres intermédiés de tout genre affectés conformément à l'article 25(1) à un titulaire de compte, à un groupe de titulaires de comptes ou à tous les titulaires de comptes de l'intermédiaire est inférieur au nombre ou au montant total des titres de même genre portés au crédit des comptes de titres de ce titulaire de compte, de ce groupe de titulaires de comptes ou de tous les titulaires de comptes, la perte est supportée : a) lorsque les titres et les titres intermédiés sont affectés à un seul titulaire de ce compte, par celui-ci ; et b) dans tout autre cas, par les titulaires de comptes à qui ces titres sont affectés, proportionnellement au nombre ou au montant total des titres de même genre portés au crédit de leurs comptes de titres ».

¹⁶¹³ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 26 : « 3. Dans la mesure par le droit non conventionnel, lorsque l'intermédiaire est le gestionnaire d'un système de règlement-livraison et que les règles uniformes de ce système prévoient la répartition de la perte, la perte est répartie conformément à ces règles ».

notamment dans le cadre du sous-conservateur ? Dans une convention de Prime Brokerage, si c'est le dépositaire initial qui demeure teneur du compte, dans ce cas cette formulation ne change rien : qu'il existe ou non un sous-conservateur, c'est le dépositaire initial, teneur de compte, qui verra sa responsabilité engagée en cas de perte. Cependant, si en cas de Prime Brokerage les actifs sont effectivement transférés au sous-conservateur, il devient le teneur de compte. On assiste alors à un changement de situation : tant que le dépositaire initial est seul intermédiaire il est seul responsable en cas de perte, mais lorsqu'il confie les actifs à un sous-conservateur, c'est ce dernier qui devient teneur du compte qui subit les pertes, et il en est donc responsable en application de l'article présenté. Cette conception serait dès lors novatrice, puisqu'elle irait en sens inverse de la solution retenue en droit national.

La situation serait désormais celle-ci : si en droit interne la responsabilité retenue de manière constante semble être celle du dépositaire, quelle que soit l'existence ou l'absence d'un sous-conservateur, en droit conventionnel, c'est le teneur de compte qui est tenu pour responsable, donc en pratique le sous-conservateur ou le dépositaire en cas d'absence de sous-conservateur.

359. **Conclusion.** Si le sous-conservateur ne restitue pas les actifs confiés, sa responsabilité peut être engagée au terme de son obligation de conservation des actifs. Mais cette possibilité ne dégage pas le dépositaire de sa responsabilité. Ce dernier risque cette mise en œuvre de sa responsabilité pour son fait personnel, et pour les faits du sous-conservateur. Devant un tel risque, existe-t-il un moyen pour le dépositaire de s'exonérer de sa responsabilité ?

Sous-Section 3. Une éventuelle exonération de responsabilité

360. **Une exonération limitée.** Les cas d'exonération de responsabilité du dépositaire sont rares et strictement définis. En vertu de l'article 1147 du Code civil, il peut se prévaloir d'une cause étrangère, qui ne peut lui être imputée, encore qu'il n'y ait aucune mauvaise foi de sa part¹⁶¹⁴. Ici la notion de cause étrangère est perçue de manière extensive, c'est non seulement une cause qui ne peut pas lui être imputée, mais également, si on s'en réfère à l'étendue de la responsabilité du dépositaire, aux causes qui ne peuvent pas être imputées à son sous-dépositaire, puisque c'est lui qui est tenu pour responsable de ses actes.

361. **Une exonération contractuelle propre au dépôt de droit civil.** Dans le droit commun du dépôt, le dépositaire peut également s'exonérer de sa responsabilité si avait été stipulée une clause d'irresponsabilité, courante en la matière¹⁶¹⁵. Cette clause l'exonère de sa faute légère, pas de sa faute lourde ou dolosive, ou de la méconnaissance de son obligation essentielle¹⁶¹⁶. Or ici, l'obligation essentielle demeure le contrat de dépôt. On aurait donc pu croire à la possibilité d'une dérogation contractuelle à la responsabilité du dépositaire¹⁶¹⁷.

¹⁶¹⁴ Article 1147 du Code civil

¹⁶¹⁵ P. MALAURIE, L. AYNES, P.-Y. GAUTIER, *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014, page 523, §891

¹⁶¹⁶ Cass. Civ. 1ère, 12 décembre 1984, n°83-13608

¹⁶¹⁷ En droit allemand, le contrat peut spécifier que la responsabilité du trustee ne sera jamais engagée, mais cette clause se retrouve rarement en pratique, car contraire aux intérêts du cocontractant. Voir P. SCHERER, *Trusts & Trustees in Germany*, Journal of Banking law & Regulation, 2009, Volume 24, Issue 5, page 269: « Under German law, liability for wilful misconduct (i.e. Intent) and negligence is a statutory principle and only liability for negligence could be contracted away, but this is scarcely ever accepted by a counterparty. However, the trust agreement can specify that the trustee should not be liable for certain conditions (for example, that the trust assets have a certain value or can be enforced) or for certain activities by others ». Le dépositaire est responsable de la faute de son sous-dépositaire, et de celle de tout employé qui effectue cette activité en son nom. La responsabilité du dépositaire est une question de droit civil. Selon la législation allemande, quelqu'un agit avec négligence lorsqu'il échoue à mettre en pratique les standards évidents d'une prudence nécessaire.

362. **Le rejet des clauses limitatives de responsabilité.** La directive OPCVM V comble un vide juridique important concernant les clauses de limitation ou d'exclusion de responsabilité : elle les exclut totalement dans son article 24, tant pour le dépositaire que pour son sous-conservateur. Cette règle nouvelle a pour objectif principal de veiller à la protection des investisseurs, particulièrement protégés en raison du caractère « grand public » des OPCVM^{1618 1619}. La directive précise enfin que tout accord contraire est réputé nul. S'agissant de la sanction, la nullité de la clause n'affecte pas automatiquement la validité du contrat passé entre l'OPCVM ou la société de gestion représentant les porteurs de parts et le dépositaire. La formule employée désigne classiquement une règle présentant un caractère impératif, en ce sens qu'elle ne souffre aucune dérogation, et ce même pour les investisseurs professionnels¹⁶²⁰.

363. **Un retour à la dérogation pour cause étrangère.** En définitive, au regard de la récente exclusion de toute dérogation contractuelle¹⁶²¹, le périmètre des exonérations de responsabilité est restreint au contenu de l'article L. 214-11 du Code monétaire et financier : « Le dépositaire d'OPCVM est responsable, à l'égard de la société de gestion ou de la SICAV et des porteurs de parts ou des actionnaires, de tout préjudice subi par eux résultant de l'inexécution injustifiable ou de la mauvaise exécution de ses obligations ». Cette « inexécution injustifiable » renvoie, selon un auteur, à l'absence de justification par une cause étrangère : force majeure, fait d'un tiers, fait du créancier. Ainsi, notamment, l'absence d'instruction de la société de gestion constituerait une cause d'exonération de la responsabilité du dépositaire envers elle ou envers la SICAV ou les

¹⁶¹⁸ I. RIASSETTO, *Quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM ?*, Revue de Droit bancaire et financier, juillet 2014, n°4, commentaire 152

¹⁶¹⁹ Cependant, l'article 21 prévoit deux exceptions en ce qui concerne la responsabilité du dépositaire envers les FIA et porteurs de parts ou actionnaires. La première exception concerne l'existence d'une raison objective à la délégation, notamment lorsqu'un gestionnaire insiste pour que l'investissement soit maintenu sur un territoire malgré l'avertissement sur le risque accru par le dépositaire. La deuxième exception concerne la situation où l'entité locale désignée comme sous-conservateur ne remplit pas les conditions d'éligibilité aux fonctions de dépositaire.

¹⁶²⁰ I. RIASSETTO, *Quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM ?*, Revue de Droit bancaire et financier, juillet 2014, n°4, commentaire 152

¹⁶²¹ Également appelée interdiction de « contractualisation » : A. PRÜM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 200

porteurs de parts du chef de l'inexécution de son obligation d'exécuter lesdites instructions. Mais la directive n'apporte aucune précision en ce qui concerne la charge de la preuve¹⁶²².

364. **Conclusion.** Le régime de responsabilité du dépositaire de titres financiers est particulièrement sévère. Il est responsable non seulement de ses propres défaillances, mais également de celles du sous-conservateur dans le cadre de la délégation de la mission de tenue de compte-conservation. Les cas de dérogations de responsabilité sont beaucoup plus limités que dans le cadre d'un dépôt de droit civil.

Section 2. Une responsabilité limitée en matière de FIA et de fonds professionnels à vocation générale

365. **Plan.** Les Fonds d'Investissement Alternatif permettent un régime de responsabilité qui avantage le dépositaire. Le dépositaire dispose d'autres possibilités pour s'exonérer de sa responsabilité (Sous-Section 1). En outre, cette responsabilité peut être contractuellement limitée dans le cadre des fonds professionnels à vocation générale (Sous-Section 2).

¹⁶²² I. RIASSETTO, *L'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 et les dépositaires d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2011, §178, page 51 : « Aussi fidèle que soit cette transposition, elle laisse cependant en suspend la question de la possibilité pour un dépositaire d'OPCVM de se justifier en prouvant son absence de faute autrement dit sur l'éventuel renversement de la charge de la preuve ».

Sous-Section 1. Le régime général de responsabilité dans les FIA

366. **Une possibilité nouvelle d'exonération de responsabilité.** De manière générale, le principe de responsabilité est le même pour les FIA et pour les OPCVM coordonnés. Le dépositaire est responsable de la perte des actifs, par lui-même ou toute personne à qui la conservation a été déléguée¹⁶²³. Cette délégation n'exonère par le dépositaire initiale de sa responsabilité¹⁶²⁴. Le dépositaire conserve la possibilité de s'exonérer de sa responsabilité pour cause extérieure, dans les mêmes conditions que pour les OPCVM¹⁶²⁵. Mais le Code monétaire et financier prévoit qu'il peut ne pas voir sa responsabilité engagée dans deux nouveaux cas. D'une part, lorsque la législation d'un pays tiers exige que certains instruments financiers soient conservés par une entité locale et qu'aucune entité locale ne satisfait aux exigences relatives à la délégation, le dépositaire peut se décharger de sa responsabilité¹⁶²⁶. D'autre part, le Code monétaire et financier précise que la responsabilité du dépositaire est engagée lors de « toute autre perte résultant de la négligence ou de la mauvaise exécution intentionnelle de ses obligations »¹⁶²⁷. Même si la présomption de responsabilité du dépositaire de FIA semble perdurer, une telle formulation lui offre la possibilité de s'exonérer de sa responsabilité en apportant la preuve qu'il n'a commis aucune négligence et que sa mauvaise exécution n'était pas intentionnelle. En matière de FIA, la transposition de la directive AIFM par l'ordonnance de 2013 désigne trois décharges de responsabilité possibles. Le cas de la force majeure est identique à celui des OPCVM coordonnés. En cas de délégation pour raison objective, une décharge contractuelle peut être conclue. Enfin, une autre décharge contractuelle peut exister, avec information aux porteurs, en cas de délégation auprès d'un sous-conservateur de pays tiers ne remplissant pas les conditions de délégation¹⁶²⁸. Le

¹⁶²³ Article L. 214-24-10 I. du Code monétaire et financier

¹⁶²⁴ Article L. 214-24-10 I. du Code monétaire et financier

¹⁶²⁵ Article L. 214-24-10 I. alinéa 2 du Code monétaire et financier

¹⁶²⁶ Article L. 214-24-10 IV. du Code monétaire et financier

¹⁶²⁷ Article L. 214-24-10 II. du Code monétaire et financier

¹⁶²⁸ Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs

législateur fait preuve de tolérance en matière de fonds d'investissements alternatifs¹⁶²⁹.

367. **La preuve du transfert de responsabilité.** Dans le cas où la défaillance du dépositaire ou de son sous-conservateur n'est pas due à une « négligence ou mauvaise exécution intentionnelle », il doit prouver qu'il a correctement rempli toutes les obligations concernant la délégation de ses tâches de conservation, qu'un contrat écrit entre le dépositaire et le sous-conservateur transfère expressément la responsabilité au sous-conservateur et permet au FIA ou à sa société de gestion de porter plainte directement contre lui, et que le contrat entre le dépositaire et le FIA autorise expressément cette décharge de responsabilité¹⁶³⁰. Aucune précision n'est apportée sur la nature et les modalités de la preuve qui doit être rapportée. Il est simplement indiqué que le dépositaire doit prouver ce fait, sans préciser si la preuve doit être constituée en un écrit précis et détaillé, ou si la simple constatation par exemple de la survenance d'un

¹⁶²⁹ La responsabilité du dépositaire de FIA peut être déplacée en cas de délégation. Par principe, lorsque le dépositaire délègue ses tâches de garde et que les instruments financiers conservés par une tierce partie sont perdus, le dépositaire est responsable. Cependant, à condition que le dépositaire soit explicitement autorisé à se décharger de sa responsabilité, sous réserve d'un transfert contractuel préalable de cette responsabilité à une tierce partie, conformément à un contrat écrit entre le dépositaire et le fonds alternatif ou, le cas échéant, le gestionnaire agissant au nom du fonds alternatif, aux termes duquel cette décharge est objectivement justifiée, et que la tierce partie puisse effectivement être tenue responsable de la perte sur la base d'un contrat conclu entre le dépositaire et la tierce partie, le dépositaire peut se décharger de sa responsabilité s'il peut prouver qu'il a dûment rempli ses devoirs de diligence et que les exigences spécifiques relatives à la délégation sont respectées. En imposant l'exigence d'un transfert contractuel de la responsabilité à une tierce partie, la directive se propose d'attacher des effets extérieurs au contrat, en rendant la tierce personne directement responsable devant le fonds alternatif ou, le cas échéant, les investisseurs du fonds alternatif, pour la perte des instruments financiers conservés (Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM, Considérant 15 quindecies). La directive AIFM apporte des exigences supplémentaires, sur un marché qui bénéficiait justement du peu de règles en vigueur. Le fait d'accroître la sévérité autour de l'élaboration de bonnes pratiques est à double tranchant. Il semble nécessaire à plusieurs points de vue, mais augmente néanmoins le poids de la gestion de ces actifs sur certains acteurs. Certains vont même jusqu'à se demander si cette directive est en définitive une opportunité ou une menace pour les acteurs du marché. Voir en ce sens C. DELFRAYSSI, *Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry : Threat or opportunity ?*, Journal of Securities Operations & Custody, septembre 2013, Volume 6, Number 2, page 117. Cependant, les règles ainsi établies le sont en vertu de normes européennes, et ne subissent pas la pression de régimes nationaux préexistant en matière de FIA, comme c'est le cas en matière d'OPCVM. Le choix du régime applicable est donc à l'opposé du régime du dépôt de droit civil. Il s'agit pourtant d'un dépôt au même titre que le dépôt d'OPCVM. Il y a fort à parier qu'une telle directive, même cantonnée aux FIA, ne soit pas sans influence sur le régime du dépôt de titres financiers dans son ensemble.

¹⁶³⁰ Article L. 214-24-10 III. du Code monétaire et financier

événement exceptionnel sur le marché suffirait à apporter une présomption de preuve.

Le deuxième alinéa est plus clément envers le dépositaire, puisqu'il organise une faculté de dérogation à la reconnaissance de sa responsabilité. Cependant, les termes employés ne pèchent pas par excès de clarté : « s'il prouve qu'il ne pouvait éviter cette perte »¹⁶³¹. La question reste entière des modalités de cette preuve, et surtout de sa nature. Le fait de ne pouvoir empêcher que la perte intervienne possède une acception large, qui laisse libre court à l'interprétation. En effet, le fait pour le dépositaire de déléguer la conservation des actifs à un sous-conservateur, et ainsi de ne plus les avoir en sa possession, suffit-il à ne plus pouvoir intervenir en cas de perte¹⁶³² ? La survenance, comme ça a pu être le cas lors de récents événements, d'une crise économique et d'un séisme des marchés financiers constitue-t-elle une dérogation à la responsabilité du dépositaire, en ce que ce dernier n'est pas apte à contrôler ni à prévoir l'effondrement des cours ? Là encore, le caractère très évasif de la définition donnée n'est pas en faveur de la clarté de la définition et va à l'encontre de l'intention de la directive.

368. **L'intensité de l'obligation.** Une telle possibilité de dérogation rejoint l'opinion d'une partie de la doctrine sur ce que devrait être l'obligation de restitution. Si l'obligation de restitution est une obligation de résultat, la simple constatation de l'inexécution de cette obligation à l'échéance déclenche la mise en œuvre de la responsabilité, sans qu'il y ait lieu de démontrer une faute. En revanche, si l'inexécution de l'obligation de restitution trouve son origine dans celle de l'obligation de conservation, il peut être admis par combinaison de ces obligations, que le régime de la responsabilité est celui d'une obligation de moyens renforcée (ou une obligation de résultat atténuée), typique du dépôt salarié¹⁶³³. Cela « conduit à un renversement de la

¹⁶³¹ « if it can prove that it could not have avoided the loss which has occurred »

¹⁶³² Cette question avait déjà été posée dans des circonstances quelques peu différentes par F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 226

¹⁶³³ Voir en ce sens B. STARCK, H. ROLAND, L. BOYER, *Droit civil Les obligations 2. Contrat*, sixième édition, Litec, 1998, §1205, page 419 : « Lorsque le dépôt est salarié, la jurisprudence, tout en affirmant que l'obligation est de moyens, renverse la charge de la preuve en exigeant que le dépositaire prouve son absence de faute, alors qu'en toute orthodoxie, ce serait au déposant de prouver la faute de son

charge de la preuve¹⁶³⁴. Il appartient en ce cas au dépositaire de prouver qu'il n'a pas commis de faute ou une cause étrangère »¹⁶³⁵.

Sous-Section 2. Les Fonds professionnels à vocation générale

369. **Un OPCVM réservé aux investisseurs professionnels.** La loi de sécurité financière du 1er août 2003¹⁶³⁶ a fait émerger une catégorie d'OPCVM particulière : les OPCVM réservés à des investisseurs professionnels, personnes physiques ou morales souhaitant mettre en place des OPCVM débarrassés de certaines contraintes de la réglementation et pouvant aménager des règles de gestion contractuellement définies. Ces OPCVM avaient donc des règles d'investissement allégées « ARIA »¹⁶³⁷. Pour être éligibles, les actifs devaient satisfaire à quatre règles. Tout d'abord, la propriété du bien devait être fondée sur une inscription, un acte authentique ou un acte sous seing privé dont la valeur probatoire était reconnue par la loi française. Ensuite, le bien ne devait faire l'objet d'aucunes sûretés autres que celles éventuellement constituées pour la réalisation de l'objectif de gestion de l'organisme. De plus, le bien faisait l'objet d'une valorisation fiable sous forme d'un prix calculé de façon précise et établi régulièrement. Enfin, la liquidité du bien permettait à l'organisme de respecter ses obligations en matière d'exécution des rachats vis-à-vis de ses porteurs et actionnaires définies par ses statuts ou son règlement. L'ordonnance du 25 juillet 2013¹⁶³⁸

partenaire (Cass. Civ. 1ère, 28 mai 1984 ; Bull. Civ. n°173). La doctrine parle d'obligation de moyens *renforcée* ou d'obligation de résultat *atténuée*, pour marquer qu'on se situe à mi-chemin entre ces deux catégories classiques ».

¹⁶³⁴ C'est un renversement sommes toutes fréquent en pareille situation. Il est certes au détriment du dépositaire, mais lui évite bien heureusement une présomption irréfragable de faute : BEINEIX (P.), *Charge de la preuve de l'exécution en matière de responsabilité contractuelle*, Revue Critique, 1938, pages 627 et suivantes

¹⁶³⁵ I. RIASSETTO, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2010, n° 161, page 86

¹⁶³⁶ Loi de sécurité financière n°2003-706 du 1er août 2003

¹⁶³⁷ A. PRŪM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 191

¹⁶³⁸ Ordonnance n°2013-676 du 25 juillet 2013, Article 6

a changé la dénomination des OPCVM Aria en « fonds professionnels à vocation générale »¹⁶³⁹. Ils sont désormais présentés aux articles L. 214-143 et suivants du Code monétaire et financier. Cependant, l'ordonnance n'apporte pas de changement majeur à la possibilité d'une dérogation à la responsabilité du dépositaire.

370. **Le principe de la dérogation.** Le dépositaire ne peut, en principe, aménager librement l'obligation de restitution, l'écarter ou en limiter la portée ou l'intensité car elle présente selon la Cour d'appel de Paris un caractère d'ordre public¹⁶⁴⁰. Cependant l'ordonnance de 2008¹⁶⁴¹ prévoit la possibilité d'un régime particulier en matière d'OPCVM réservés à certains investisseurs, et privilégiant des règles d'investissement allégées. Le dépositaire conserve une partie de ses missions légales et réglementaires : sa responsabilité peut être diminuée par une convention conclue entre le dépositaire et la société de gestion. Le dépositaire d'un tel fonds est donc la seule exception au principe de responsabilité présumée du dépositaire des titres¹⁶⁴². Cette innovation a été considérée comme importante, car c'est l'unique dérogation aux obligations imposées aux dépositaires d'OPCVM en droit français, parfois jugées inadaptées aux relations tripartites établies dans le cadre de conventions de Prime Brokerage¹⁶⁴³.

¹⁶³⁹ Voir en ce sens le Guide des mesures de modernisations apportées aux placements collectifs français, fourni par l'AMF (juillet 2013)

¹⁶⁴⁰ CA Paris, 08 avril 2009, RG n°2008/22085 :« Le dépositaire, qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs de l'OPCVM dont il a la garde, est tenu, en toutes circonstances, même s'il en a confié la sous-conservation à un tiers, d'une obligation de restitution immédiate de ces actifs en vertu des dispositions d'ordre public destinées à assurer la protection de l'épargne investie dans les produits financiers et tout autre placement donnant lieu à un appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers ». Voir aussi RG n° 2008/22106 et RG n°22218

¹⁶⁴¹ Ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 réformant le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers, article 2.

¹⁶⁴² M. KARLIN, *Responsabilité des teneurs de compte conservateurs*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2010, n° 2, page 29. Michel Karlin la résume ainsi : « En d'autres termes, sauf lorsque le titulaire du compte est un investisseur qualifié, défini avec précision dans la loi, et correspondant à ce que l'on est aussi convenu d'appeler un investisseur professionnel, détenant des titres émis sur le fondement d'un droit étranger, le teneur de compte conservateur du titulaire des titres étrangers, le teneur de compte conservateur du titulaire des titres doit être en mesure de restituer audit titulaire, son client, les titres que ce dernier a déposés sur son compte titres ouvert chez lui ».

¹⁶⁴³ Voir en ce sens C. GOYET, N. RONTCHEVSKY, M. STORCK, *Chroniques*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2001, page 169

371. **Le fonctionnement de la dérogation.** En effet, la convention conclue entre le dépositaire et le sous-conservateur a vocation à définir les obligations qui restent à la charge du dépositaire au titre de la tenue de compte-conservation, et celles désormais dues au sous-conservateur. En outre, le dépositaire doit organiser contractuellement la réception d'informations provenant du sous-conservateur, afin de pouvoir valablement exercer un contrôle sur la gestion entreprise par celui-ci. Cette dérogation concerne seulement les clients professionnels, définis comme des clients possédant l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus¹⁶⁴⁴. Une telle dérogation était réellement nécessaire¹⁶⁴⁵.

372. **Une dérogation critiquée.** Mais il reste au dépositaire à convaincre les gestionnaires d'accepter de supporter le risque de la sous-conservation, car « l'assouplissement prévu par l'ordonnance d'octobre 2008 n'est qu'une possibilité offerte, elle ne s'impose pas. Aussi, il est difficile pour un dépositaire, compte tenu du contexte actuel, de négocier une modification de la documentation des fonds existants ». La critique de cette option a également eu lieu à l'issue des arrêts rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 4 mai 2010. En effet, à l'époque des faits, l'ordonnance non rétroactive permettant un éventuel aménagement de la responsabilité du dépositaire n'était encore qu'à l'état de projet. Cependant, devant une pareille affaire, certains auteurs se sont interrogés sur ce qu'aurait pu être la situation si cette possibilité d'aménagement leur avait été offerte. Et sur ce point, certains semblent penser que la réalité économique du marché pourrait constituer un frein à cette faculté de dérogation : « RBC Dexia et SGSSS auraient-ils pensé ou auraient-ils pu se permettre de conclure un accord de ce type avec une institution de la réputation de Lehman? »¹⁶⁴⁶ La question reste en suspens, et l'efficacité réelle de cette mesure lorsqu'elle s'applique en pratique à de tels

¹⁶⁴⁴ Article L. 533-16 du Code monétaire et financier

¹⁶⁴⁵ M. STORCK, *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, Mai-Juin 2009, n°3, page 76.

¹⁶⁴⁶ V. DENEUVILLE, *Le revers judiciaire de RBC Dexia et SGSSS souligne la dissonance européenne*, L'AGEFI, 6 mai 2010

mastodontes boursiers est encore à prouver.

373. **Conclusion du Chapitre III.** En cas de défaillance, le dépositaire peut voir engagée sa responsabilité civile. Tout d'abord, la responsabilité contractuelle trouve à s'appliquer en vertu du contrat de dépôt qui l'oblige à une obligation de restitution. Elle s'applique dès que le dépositaire n'honore pas ses obligations contractuelles envers l'un de ses cocontractants. Comme il a pu être retenu de manière constante en matière de dépôt, l'obligation de restitution de la chose déposée est un élément clef du dépôt : si le dépositaire ne restitue pas la chose il méconnaît cette obligation, et peut voir engager sa responsabilité contractuelle¹⁶⁴⁷. La responsabilité du fait d'autrui nous semble à écarter en raison de l'absence de lien de subordination entre le dépositaire et son sous-conservateur¹⁶⁴⁸, bien qu'il conserve l'entière responsabilité en cas de dommage¹⁶⁴⁹. Enfin, il peut également voir sa responsabilité délictuelle engagée, s'il cause à autrui un dommage en dehors d'un cadre contractuel. Si la responsabilité contractuelle n'a pas trouvé à s'appliquer, le déposant peut arguer que la non restitution lui cause un préjudice pour engager la responsabilité du dépositaire. Dans pareil cas, la faute du dépositaire n'est pas présumée comme en matière contractuelle¹⁶⁵⁰ : le déposant doit prouver la faute du dépositaire¹⁶⁵¹. Le dépositaire engage également sa responsabilité disciplinaire, s'il contrevient aux règles de sa profession, en vertu du pouvoir de sanction de l'AMF (avertissements, blâmes, interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ou encore sanction pécuniaire)¹⁶⁵².

Enfin, sa responsabilité pénale peut être engagée dans certains cas, par exemple en cas d'entrave à la mission d'un commissaire au compte ou un abus de confiance¹⁶⁵³. De

¹⁶⁴⁷ Cass. Civ. 9 novembre 1915

¹⁶⁴⁸ L. WILLATE-PILLITTERI, *Contribution à l'élaboration d'un droit civil des événements aléatoires dommageables*, LGDJ, 2009, pages 120 et suivantes

¹⁶⁴⁹ V. RENAUD, *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923, pages 125 et suivantes

¹⁶⁵⁰ Y. BUFFELAN-LANORE, V. LARRIBAU-TERNEYRE, *Droit civil Les obligations*, quatorzième édition, Sirey, 2014, pages 475-476

¹⁶⁵¹ H. CAPITANT, F. TERRE, Y. LEQUETTE, *Les grands arrêts de la jurisprudence civile Tome 2 Obligations Contrats spéciaux Sûretés*, douzième édition, Dalloz, 2008, §4, page 198

¹⁶⁵² Voir *infra*

¹⁶⁵³ R. ROUTIER, *Obligations et responsabilités du banquier*, Dalloz, Paris, 2005, §631.21

manière générale en ce qui concerne le dépositaire, l'obligation de restitution est sanctionnée au plan pénal¹⁶⁵⁴, pour détournement de la chose déposée dans le cadre de l'abus de confiance¹⁶⁵⁵, c'est-à-dire le fait pour une personne de détourner, au préjudice d'autrui, des fonds, des valeurs ou un bien quelconque qui lui a été remis et qu'elle a acceptés à charge de les rendre, de les représenter ou d'en faire un usage déterminé¹⁶⁵⁶.

374. **Conclusion.** Si l'obligation de restitution est clairement une obligation de résultat en droit civil, l'application de cette obligation au domaine des titres financiers a amené certaines nuances dans la compréhension de l'importance de cette restitution. Le droit français a décidé de maintenir, en toutes circonstances, cette obligation de restitution de résultat, et ce malgré les nombreuses critiques, parfois virulentes, tant à l'échelon national qu'international.

La question n'avait jamais réellement été évoquée au début de l'élaboration du régime, car aucune situation pratique n'imposait une restitution des actifs alors que le dépositaire était dans l'impossibilité de procéder à cette restitution. C'est l'occurrence de la crise financière qui transforme ce quasi cas d'école en réalité. Mais quelle est la solution retenue par la France ? Le juge tire-t-il toutes les conclusions du régime d'obligation qu'il a établi ?

¹⁶⁵⁴ Article 314-1 du Code pénal

¹⁶⁵⁵ Voir F. STASIAK, *Droit pénal des affaires*, deuxième édition, LGDJ, 2009, pages 42-43

¹⁶⁵⁶ L'abus de confiance est puni de trois ans d'emprisonnement et de 375 000 euros d'amende. Cette sanction avait notamment été reconnue par un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation en date du 3 novembre 1967. Cass. Crim., n° 66-93132, 3 novembre 1967: « que, d'autre part, le détournement de deniers, comme celui d'écrits contenant obligation, est expressément visé par l'article 408 du Code pénal comme constituant un des éléments caractéristiques de l'abus de confiance ». Voir également E. BONIS-GARCON, V. PELTIER, *Droit de la peine*, LexisNexis, 2011

TITRE II. LES VARIATIONS JURISPRUDENTIELLES AU REGARD DE L'OBLIGATION DE RESTITUTION

375. **Plan.** Le mécanisme de restitution est très clairement défini en droit. Mais jusqu'à la crise financière, il restait finalement très théorique. Aucun acteur du système n'était soumis à une défaillance telle qu'il soit dans l'impossibilité de restituer des titres. Les événements de 2009 ayant entraîné la faillite en cascade de nombreux intervenants et la perte de milliards d'actifs, la question se trouve subitement posée, non seulement à grande échelle, mais pour un montant colossal. Pour la première fois, le juge a eu à transcrire en droit cette réalité économique nouvelle et mouvante, et déterminer en conséquence la responsabilité du dépositaire¹⁶⁵⁷. La France, à travers deux arrêts largement commentés, opte pour une solution très particulière et pour le moins singulière (Chapitre I). Un tel choix mérite un complément d'analyse, non seulement sur la substance de la décision, mais également au regard de sa position par rapport à d'autres jurisprudences. Cette analyse nous amène à nous interroger sur le caractère excessif d'une telle décision (Chapitre II).

¹⁶⁵⁷ Sur la justification de l'intervention de la Cour de cassation en matière de responsabilité du banquier, voir M. COHEN-BRANCHE, *La responsabilité civile du banquier en droit français et le juge de cassation : quel pouvoir ? Réflexion autour d'une politique jurisprudentielle*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, n°2, étude 19

Chapitre I. La singularité de la jurisprudence française

376. **Plan.** Ayant à traiter pour la première fois de cette question, le juge français possède toute latitude pour déterminer la responsabilité en matière de non restitution des actifs. La qualification de l'obligation de restitution est au centre du débat, et le juge français tranche enfin la question (Section 1). Mais cette solution, justifiée au regard du droit français, dénote par rapport à d'autres jurisprudences européennes et internationales. Pour en être convaincu, il suffit de la comparer avec l'exemple très médiatisé de la jurisprudence luxembourgeoise (Section 2).

Section 1. La solution retenue par la jurisprudence française

377. **Le choix d'un arrêt-type.** En réalité, ce n'est pas un mais trois arrêts que la Cour d'appel de Paris a rendu le 08 avril 2009. Ils portent tous sur une situation quasiment identique : la responsabilité du dépositaire dans la non restitution des actifs en cas de défaillance du sous-conservateur. Ces arrêts possédant une solution et une portée similaires, nous avons choisi de nous concentrer sur la solution d'un arrêt d'exemple¹⁶⁵⁸, que viendront compléter les particularités des deux autres arrêts, le cas échéant.

Les faits sont les suivants : un OPCVM a été constitué par une société de gestion (Delta Alternative Management : DAM), et par un dépositaire (RBC DEXIA). Ces

¹⁶⁵⁸ Il s'agit de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris, 1ère chambre, Section H, en date du 08 avril 2009, n° 2008/22085. Les autres arrêts portent les numéros 2008/22106 et 2008/22218.

sociétés avaient eu recours à un sous-conservateur (Lehman Brothers International Europe : LBIE) dans le cadre d'une convention tripartite. Mais devant l'impossibilité pour ce dernier de restituer les actifs confiés à première demande de la société de gestion, l'OPCVM a réclamé au dépositaire la restitution intégrale des actifs. L'AMF a par la suite ordonné cette restitution, adjointe de la menace de saisine du président du Tribunal de grande instance de Paris afin qu'il ordonne sous astreinte l'exécution de l'obligation de restitution. A la suite de quoi le dépositaire a formé un recours devant la cour pour demander l'annulation de la décision de l'AMF en date du 28 novembre 2008. C'est donc bien la question de la non restitution et de la responsabilité qui en découle que la Cour d'appel a ici à traiter.

378. **Plan.** La question de la nature et la substance de la délégation est de loin l'argument le plus développé et le plus abouti. Il est présenté devant la Cour d'Appel (§1), et amélioré devant la Cour de cassation (§2). A partir de ce point central, d'autres arguments sont développés devant la Cour de cassation (§3).

§1. Devant la Cour d'Appel

379. **Rappel juridique.** La délégation est le mécanisme juridique par lequel un créancier (le délégant) demande à son débiteur (le délégué) de s'engager avec un tiers (le délégataire). En pratique, ce mécanisme est utilisé pour que le délégué remplace le délégant dans ses relations avec le délégataire. C'est le cas par exemple lorsque cette situation permet une compensation de dettes.

Il existe deux formes de délégation : la délégation parfaite et la délégation imparfaite. La délégation est dite parfaite ou novatoire¹⁶⁵⁹ lorsque l'obligation du délégué

¹⁶⁵⁹ Voir F. CHABAS, *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998, page 1253 : « La délégation parfaite est une novation par changement de débiteur réalisée avec le concours du débiteur originaire ».

envers le délégataire se substitue totalement à celle du délégant envers le délégataire¹⁶⁶⁰. Par cette substitution complète, le délégant se trouve déchargé de son obligation¹⁶⁶¹, et l'obligation désormais éteinte laisse place à une nouvelle obligation entre deux acteurs différents : il y a donc novation¹⁶⁶². Si la délégation était parfaite en l'espèce, il s'agirait d'une novation subjective, c'est-à-dire une novation par changement de débiteur¹⁶⁶³. Cependant, pour que la délégation puisse être qualifiée de parfaite, elle nécessite l'accord de toutes les parties, et notamment du délégataire, comme le précise l'article 1275 du Code civil¹⁶⁶⁴.

À l'inverse, la délégation est dite imparfaite si elle ne suffit pas à faire disparaître l'obligation du délégant envers le délégataire¹⁶⁶⁵. Lorsque cette obligation subsiste, elle devient conditionnelle, et est soumise à l'exécution de l'obligation du délégué envers le délégataire. Ainsi, au lieu de substituer un débiteur à un autre, la délégation imparfaite n'a pour effet que de multiplier le nombre de débiteurs, ce qui peut constituer une garantie pour le délégataire¹⁶⁶⁶ : le nombre de débiteurs augmente, mais le montant de la dette de chacun est diminué par l'apparition d'une nouvelle personne, ce qui rend les débiteurs plus facilement solvables.

¹⁶⁶⁰ Voir par exemple J.-G. RAFFRAY, *Les substitutions de contractants au cours de l'exécution du contrat*, Montpellier, 1977

¹⁶⁶¹ E. JEULANT, *Essais sur la substitution de personne dans un rapport d'obligation*, LGDJ, 1999, page 153

¹⁶⁶² C. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Bordeaux, 1968, pages 529 et suivantes ; C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes ; F. CHABAS, *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998, pages 1241 et suivantes ; F. HUBERT, *Essai d'une théorie juridique de la délégation en droit français*, Poitiers, 1899, §44, page 28 ; C. ACCARIAS, *Précis de droit romain*, F. PICHON, Paris, 1886, pages 539 et suivantes

¹⁶⁶³ Par opposition à une novation objective, où la nouvelle dette est créée pour procurer l'extinction de l'ancienne. Voir T. HUC, *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tome VIII*, F. PICHON, 1898, §111, page 148, et §116 page 154

¹⁶⁶⁴ Voir également C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes

¹⁶⁶⁵ Voir F. HUBERT, *Essai d'une théorie juridique de la délégation en droit français*, Poitiers, 1899, §99, page 73 : « la délégation est une espèce particulière de novation ; seulement elle n'entraîne pas toujours la décharge de l'ancien débiteur. Dans les cas où il demeure obligé, elle prend le nom de délégation imparfaite ».

¹⁶⁶⁶ E. JEULANT, *Essais sur la substitution de personne dans un rapport d'obligation*, LGDJ, 1999, page 54

380. La délégation pour invoquer une exonération de responsabilité.

Dans les arrêts rendus par la Cour d'appel de Paris du 8 avril 2009¹⁶⁶⁷, un déposant avait fait appel, avec l'agrément de son dépositaire, à un sous-dépositaire qualifié de sous-conservateur. Le déposant avait exigé du dépositaire la restitution immédiate des actifs confiés. Ce dernier avait argué qu'en raison de la défaillance du sous-conservateur à qui il avait confié les actifs, il n'était pas en mesure de restituer les actifs. Selon lui, la convention tripartite, conclue nécessairement avec le déposant, prévoyait le transfert de l'obligation de restitution des titres au sous-conservateur. Le dépositaire n'avait plus à en assurer la charge¹⁶⁶⁸. L'argument invoqué par le dépositaire était donc que cette convention transformait la sous-conservation en une délégation parfaite en vertu de l'article 1275 du Code civil^{1669 1670}. En l'espèce, un tel argument exonérait du même coup le dépositaire de toute responsabilité pour la non restitution des titres, comme le précise la formule suivante : « le Prime Broker n'est pas un sous-dépositaire, mais un délégataire parfait, la délégation parfaite, acceptée par le fonds, l'exonère entièrement de son obligation de restitution »¹⁶⁷¹.

381. La connaissance du déposant. D'autre part, le dépositaire avance

un argument des plus intéressants d'un point de vue économique : en effet, il invoque le fait que même si l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier dispose que la responsabilité du dépositaire n'est en rien modifiée en cas de sous-délégation, cet article ne dispose pas que l'obligation de restitution des actifs demeure à la charge du dépositaire

¹⁶⁶⁷ Arrêts 2008/22085, 2008/22106, et 2008/22218 du 8 avril 2009, première chambre, section H.

¹⁶⁶⁸ En effet, le dépositaire, le déposant et le sous-conservateur avaient signé une convention tripartite, par laquelle le déposant ne pouvait ignorer l'existence et les missions du sous-conservateur. Arrêt 2008/22085 page 6, « sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds » : « au soutien de son recours, RBC DEXIA prétend, tout d'abord, qu'elle a été expressément déchargée de cette obligation par la convention dépositaire au profit de LBIE, chargée de la tenue de compte-conservation des actifs, la convention tripartite prévoyant de son côté que les actifs du fonds sont conservés à son nom dans les livres du Prime Broker ».

¹⁶⁶⁹ L'effet voulu est une novation totale : C. PACTET, *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, pages 435 et suivantes, et pages 653 et suivantes

¹⁶⁷⁰ Comme le rappelle M. Fabrice Bussière, « on sait que, aux termes de l'article 1276, « le créancier qui a déchargé le débiteur par qui a été faite la délégation, n'a point de recours contre ce débiteur, si le délégué devient insolvable ». Voir F. BUSSIÈRE, *La délégation de fonction de dépositaire dans le cadre des directives OPCVM et AIFM*, Revue Internationale des Services Financiers, 2014/01, page 53

¹⁶⁷¹ Arrêt 2008/22085 page 6, « sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds »

en pareille situation, dès lors que le déposant en a connaissance¹⁶⁷². Cet argument est novateur, car il est fondé sur la séparation des différentes missions du dépositaire : celles qui peuvent être déléguées à un sous-conservateur d'une part, et celles qui ne peuvent faire l'objet d'aucune délégation d'autre part. Comme il a pu être présenté précédemment, les missions ne pouvant pas faire l'objet d'une délégation sont les missions relatives au contrôle¹⁶⁷³. En revanche, les missions de tenue de compte conservation et de tenue de position peuvent tout à fait faire l'objet d'une délégation.

Or, dans son argumentation, le dépositaire présuppose une division de la responsabilité et des différentes obligations dues à chaque fonction, selon la mission qui est étudiée. L'obligation de restitution immédiate des fonds est une conséquence directe du dépôt d'actifs en lui-même. Dès lors, si une partie de la responsabilité peut être engagée au titre de la tenue de compte conservation, et une autre au titre de la mission de contrôle, seule la tenue de compte conservation a pour conséquence l'obligation de restitution immédiate des actifs. En conséquence de quoi, en déléguant cette mission, le dépositaire pense déléguer également l'obligation de restitution immédiate attenante.

382. **La solution retenue.** La réponse de la Cour d'appel de Paris est sans équivoque : le dépositaire est tenu en toutes circonstances d'une obligation de restitution immédiate des actifs, peu importe qu'il ait confié la sous-conservation à un tiers¹⁶⁷⁴. La Cour d'appel refuse de fragmenter la responsabilité du dépositaire, et de transférer l'obligation de restitution au sous-conservateur. C'est une interprétation très stricte de l'article L. 214-26 du Code monétaire et financier qui est ici effectuée, et une reprise du cadre légal présenté précédemment.

¹⁶⁷² Arrêt 2008/22085 page 7, « sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds » : « les dispositions de l'article L. 214-26 du code monétaire et financier, selon lesquelles la responsabilité du dépositaire n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ne font pas pour autant peser sur elle un obligation de restitution dès lors que les actifs n'ont pas été confiés au Prime Broker par le dépositaire mais à l'initiative et avec l'accord de la société de gestion ».

¹⁶⁷³ En application de l'article 323-15 du Règlement Général de l'AMF : « Le dépositaire ne peut déléguer le contrôle de la régularité des décisions de l'OPCVM ».

¹⁶⁷⁴ Arrêt 2008/22085 page 7 : « sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds » : « le dépositaire, qui a reçu pour mission d'assurer la conservation des actifs de l'OPCVM dont il a la garde, est tenu, en toutes circonstances, même s'il en a confié la sous-conservation à un tiers, d'une obligation de restitution immédiate des actifs ».

383. **Les commentaires de la solution.** Un auteur analyse cet arrêt comme la confirmation de l'existence d'une obligation de résultat très protectrice pour les épargnants et d'une grande portée pour le métier de dépositaire. Mais cette obligation très protectrice est très rapidement décriée comme ne correspondant pas aux exigences de compétitivité économique des dépositaires au niveau international¹⁶⁷⁵, même si une telle solution représente une aubaine pour les investisseurs¹⁶⁷⁶. Cette opportunité juridique, à l'encontre de la logique économique, amène l'AMF à considérer l'avenir du dépositaire d'OPCVM coordonné en France comme « véritable « assureur » garantissant les actifs du fonds contre tout risque de conservation »¹⁶⁷⁷.

Devant le manque de précision des textes en vigueur, le juge s'en est tenu à une solution d'opportunité, fondée sur un impératif de protection de l'investisseur : il désigne le dépositaire comme unique assujéti à l'obligation de restitution des actifs, afin de ne pas contraindre la société de gestion à diviser ses recours entre le dépositaire et son sous-conservateur. Ce principe est même érigé à un échelon supérieur, puisque la Cour établit que cette obligation de restitution est instituée « en vertu de dispositions d'ordre public destinées à assurer la protection de l'épargne investie dans les produits financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne et le bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers »¹⁶⁷⁸. Cette obligation de restitution immédiate incombant au dépositaire est une obligation d'ordre public, de sorte que celui-ci ne puisse en aucun cas y déroger, ni la déléguer. La sécurité juridique de la restitution est donc totalement encadrée.

¹⁶⁷⁵ « Certains auteurs ont vu dans cette solution une menace pour l'exercice compétitif de cette activité en France. Par là même, ils ont critiqué les juges pour leur manque de réalisme économique ». Voir G. RAMEIX, *Gestion alternative: le modèle français est-il exportable?*, Les échos, 22 octobre 2009

¹⁶⁷⁶ M. STORCK, *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, Mai-Juin 2009, n°3, page 76 : « Les investisseurs français floués dans ces opérations ont bien compris que leur seule chance de récupérer une partie de leurs investissements, est de se retourner contre le dépositaire : même en cas de délégation à un conservateur, le dépositaire soumis au droit français reste tenu d'une obligation de restitution immédiate des actifs ».

¹⁶⁷⁷ AMF, (1er trimestre 2010), La lettre de la régulation financière, n° 15, page 6

¹⁶⁷⁸ Arrêt 2008/22085 page 7 « sur l'obligation de restitution des actifs du Fonds »

Faire assumer une telle fonction au dépositaire est un choix risqué, qui aurait pu être rejeté par la Cour de cassation¹⁶⁷⁹. Bien au contraire, la Cour de cassation a complété le principe établi en appel.

§2. Devant la Cour de cassation

384. **Introduction.** La Cour d'appel semble catégorique dans son rejet d'une exclusion de responsabilité pour le dépositaire. Cependant, la sous-conservation semble être à ce stade le seul argument que ce dernier puisse invoquer pour ne pas voir sa responsabilité reconnue, et il paraît inconcevable qu'il renonce à l'invoquer. La réponse de la Cour d'appel invite le dépositaire à présenter le même argument sous un angle différent¹⁶⁸⁰. Elle a retenu que le dépositaire avait une obligation de restitution immédiate, à laquelle il ne peut pas déroger en invoquant la délégation de la garde au sous-conservateur. C'est désormais cette notion de « dérogation » que le dépositaire tente de contourner en aiguisant son argument.

385. **La nouvelle conception de la délégation parfaite.** Puisque la Cour d'appel rejette la possibilité d'une dérogation à l'obligation de restitution, le dépositaire renonce à invoquer la convention tripartite : la dérogation contractuelle est définitivement exclue¹⁶⁸¹, alors même que de nombreux textes internationaux incitent à retenir en la matière une totale autonomie de la volonté¹⁶⁸². Désormais, il se concentre sur

¹⁶⁷⁹ Cependant, l'idée d'un « intermédiaire » au pouvoirs et surtout aux devoirs étendus est assez ancienne, comme le démontre cet article antérieur à la crise financière. Voir Y.-F. BROGARD, *L'intermédiaire financier doit encadrer l'ensemble des risques*, Banque Magazine, n°657, avril 2004, page 24

¹⁶⁸⁰ L'article 323-14 RGAMF mentionne au sujet de cette délégation un mandat de représentation dans l'accomplissement des tâches de conservation. Il ne s'agit pas d'une délégation parfaite au sens du Code civil, mais uniquement une délégation des fonctions de conservation et gestion des dépôts.

¹⁶⁸¹ Elle applique ainsi les conditions d'exclusion de la clause telles que présentées par G. VINEY, P. JOURDAIN, sous la direction de J. GHESTIN, *Les effets de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, troisième édition, LGDJ, 2010, pages 518 et suivantes.

¹⁶⁸² Voir notamment M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49

la notion initiale de délégation, qui n'est plus une conséquence de la convention tripartite, mais un fondement de l'exercice de l'activité du sous-conservateur. En effet, les appelants puis demandeurs ont invoqué le fait que le sous-conservateur se substitue entièrement au dépositaire dans l'exercice de sa mission. Pour expliquer ce mécanisme, ils ont mis en avant les conséquences d'une délégation parfaite sur les missions et la responsabilité du sous-conservateur, en définissant le type de contrat existant entre lui et le dépositaire : « une convention de délégation parfaite, portant sur tout ou partie des actifs du fonds et par laquelle un tiers, délégué, est investi de la qualité de teneur de compte conservateur s'agissant des actifs concernés et le dépositaire initial, déléguant, est déchargé, pour les mêmes actifs, de cette qualité et de l'obligation de restitution y afférant, cette obligation incombant dès lors au nouveau teneur de compte conservateur »¹⁶⁸³. Puisque le sous-conservateur en a les prérogatives, il doit également en assumer la responsabilité : « contrairement à l'intitulé de la convention tripartite, le sous-conservateur n'est pas un sous-dépositaire, mais un délégataire parfait, la délégation parfaite, acceptée par le fonds, l'exonère entièrement de son obligation de restitution »¹⁶⁸⁴.

L'argumentaire est assez judicieux, car par un changement de vocabulaire induisant une modification infime du mécanisme utilisé, les demandeurs au pourvoi tendent à démontrer que la situation ne rentre pas dans des cas d'irrégularité, mais dans un cas différent totalement accepté par le législateur. Ainsi, le mécanisme qualifié de « dérogation » tant décriée devient ici une simple « délégation »¹⁶⁸⁵. Cette délégation est indissociable de la fonction du sous-conservateur : puisqu'il est en charge de la conservation des actifs, il en assure également la conservation, et donc la restitution.

¹⁶⁸³ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975

¹⁶⁸⁴ CA Paris, 8 avril 2009, 2008/22085

¹⁶⁸⁵ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975 : « en se bornant à des considérations inopérantes, prises de l'absence de possibilité de dérogation contractuelle à l'obligation de restitution pesant sur le dépositaire en sa qualité de teneur de compte conservateur, dérogation non invoquée par la société RBC Dexia, qui se prévalait en revanche d'une délégation de l'obligation de restitution attachée à la qualité de teneur de compte conservateur, délégation l'ayant libérée de ladite obligation, laquelle continuait d'avoir un débiteur et ne faisait donc pas l'objet d'une dérogation, la Cour d'appel a, de plus fort, privé sa décision de base légale au regard des textes susvisés ».

386. **Le rejet de la délégation parfaite.** La Cour de cassation rejette définitivement la possibilité d'une délégation parfaite, puisque les fonctions de contrôle demeurent à la charge du dépositaire et que le dépositaire peut déléguer uniquement mission de tenue de compte conservation d'actifs¹⁶⁸⁶. Elle rappelle la solution de la Cour d'appel, et retient qu'en toutes circonstances le dépositaire est tenu à la restitution des actifs confiés, même en cas de délégation de la mission de conservation à un sous-conservateur, et quelles que puissent être les défaillances de ce dernier^{1687 1688}. Le rejet de la délégation parfaite est la conséquence directe du rejet d'une possible division des fonctions de dépositaire. Il ne peut pas invoquer séparément sa fonction de tenue de compte conservation et son obligation de contrôle. Cette solution induit une première réflexion : il s'agit d'une reconnaissance implicite de l'unicité de la personne du dépositaire. Le dépositaire initial demeure le seul et unique intervenant à assurer cette fonction. Peu importe que la conservation soit confiée à un autre acteur du dépôt, il ne peut y avoir qu'un seul dépositaire.

Selon Mme Isabelle Riassetto, la solution de la Cour de cassation revient à écarter le débat entre une délégation parfaite ou imparfaite, et à se focaliser sur le contrat de transfert de la conservation des actifs, entre le dépositaire initial et le sous-conservateur. En vertu de l'effet relatif des conventions, ce sous-contrat n'est pas opposable au déposant, qui peut considérer qu'il n'a de relation qu'avec le dépositaire initial. Il refuse ainsi la décharge de responsabilité pour des raisons évidentes : le sous-conservateur ne pouvant pas restituer les titres qu'il a perdu, le dépositaire initial doit quelles que soient les circonstances assurer la charge de cette restitution¹⁶⁸⁹.

¹⁶⁸⁶ Cette opinion a déjà été retenue par une partie de la doctrine. Voir par exemple A. LANDIER-JUGLAR, *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*, Analyse Financière, 2009, n°33, page 14

¹⁶⁸⁷ C'était l'argument retenu par l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 8 avril 2009, n°2008/22085 : « Que, contrairement à ce que soutient la requérante, les défaillances du Prime Broker n'affectent pas son obligation de restitution puisqu'elle est tenue, en sa qualité de dépositaire, en application des dispositions rappelées ci-dessus du code monétaire et financier, de restituer, en toutes circonstances, les actifs dont elle a la garde et que sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'elle a confié à un tiers une partie de ces actifs ».

¹⁶⁸⁸ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975. La Cour de cassation a retenu la même solution que la Cour d'appel : « un fonds commun de placement ne peut être déchargé de l'obligation de restituer les instruments financiers dont il a la garde, même lorsqu'il délègue à un tiers la conservation des actifs de l'organisme de placement collectif ».

¹⁶⁸⁹ I. RIASSETTO, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et

C'est finalement la formulation présentée par les moyens annexes qui résume le mieux l'idée de la jurisprudence actuelle : « lorsque les instruments financiers dont il a délégué la garde au sous-conservateur sont rendus indisponibles par la procédure ouverte à l'encontre de ce dernier, il revient au dépositaire de l'OPCVM d'honorer la demande de restitution émanant de l'OPCVM, aux lieu et place du sous-conservateur »^{1690 1691}.

La délégation était sans conteste l'argument principal de l'appel et du pourvoi. Mais le dépositaire avance également d'autres arguments tout aussi pertinents.

§3. Les autres arguments

387. **Introduction.** Le dépositaire invoque des arguments directement liés à la délégation, et qui trouvent leur intérêt en ce qu'ils mettent en lumière d'autres aspects du dépôt de titres. Il s'agit du défaut de libre disposition des titres, du fait que la sous-conservation soit ici imposée, et de l'absence de faute dans l'obligation de contrôle du sous-conservateur.

Financier, juillet-août 2010, n° 161, page 86 : « La solution découle de la nature juridique de la délégation. Il ne s'agit naturellement pas d'une délégation parfaite ou imparfaite, mode d'extinction des obligations ou sens des articles 1275 et suivants du Code civil (CA Paris, 8 avr. 2009, préc.), mais bien d'un sous-contrat portant sur la conservation des actifs. Compte tenu de l'effet relatif des conventions (C. civ., art 1165), ce contrat de sous-conservation est inopposable à l'OPCVM, lequel n'a de relation – le cas échéant via sa société de gestion – qu'avec le dépositaire. La sous-conservation des actifs n'a donc pas pour effet de décharger le dépositaire de son obligation initiale de restituer les actifs à l'égard de l'OPCVM. La solution est conforme à l'intérêt exclusif des porteurs de parts auquel les dépositaires doivent légalement se conformer ».

¹⁶⁹⁰ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975

¹⁶⁹¹ La Cour de cassation confirme la fonction d'assureur des titres que la Cour d'appel de Paris avait imposé au dépositaire, et condamne les sociétés à payer la somme de deux mille cinq cent euros à l'AMF, en application de l'article 700 du Code de procédure civile : « Comme il est dit au I de l'article 75 de la loi n° 91-647 du 10 juillet 1991, dans toutes les instances, le juge condamne la partie tenue aux dépens ou, à défaut, la partie perdante, à payer à l'autre partie la somme qu'il détermine, au titre des frais exposés et non compris dans les dépens. Le juge tient compte de l'équité ou de la situation économique de la partie condamnée. Il peut, même d'office, pour des raisons tirées de même considérations, dire qu'il n'y a pas lieu à cette condamnation ».

388. **Le défaut de libre disposition des titres.** Le dépositaire invoque le fait que les obligations de conservation et de restitution qui pèsent sur le dépositaire des actifs d'un fonds commun de placement ne peuvent porter que sur des instruments financiers ou des espèces dont ce fonds a conservé la libre disposition¹⁶⁹². Selon lui, le dépositaire n'assume aucune obligation de restituer au fonds les actifs qui, en vertu d'actes de disposition volontaires consentis du chef de la société de gestion, ont été licitement remis à un tiers et nantis à son profit¹⁶⁹³. Il apparaît dès lors ici d'autres notions longuement évoquées précédemment, comme la notion de nantissement obstacle à la restitution¹⁶⁹⁴, et de disparition de l'inscription en compte des titres dans les livres du dépositaire initial¹⁶⁹⁵.

389. **De l'inscription en compte.** Pour étayer son argument, le dépositaire met en avant ce qui fait la matérialisation même du transfert de propriété : l'inscription en compte. La société demanderesse fait valoir le fait que confier les actifs à un sous-conservateur a pour effet de faire sortir ces titres du compte dans les livres du dépositaire initial, pour les faire apparaître dans ceux du sous-conservateur. Le dépositaire n'est tenu d'une obligation de restitution qu'à l'égard des instruments financiers « inscrits en compte, dans ses livres », et en vertu de la convention tripartite, « tel ne peut être le cas des actifs sur lesquels la société de gestion du fonds commun de placement a librement consenti, au profit d'un tiers teneur de compte, un gage avec dépossession, ces actifs étant alors détenus par le gagiste dans les livres duquel ils sont inscrits, et qui en assume seul la conservation et la garde »¹⁶⁹⁶. Mais la Cour de cassation retient le principe d'une restitution immédiate sans dérogation possible¹⁶⁹⁷. Dès lors, ne

¹⁶⁹² Voir en ce sens V. MAGNIER, *Le nantissement d'actions indisponibles*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2002, page 433

¹⁶⁹³ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

¹⁶⁹⁴ M. BILLIAU, *L'aliénation des instruments financiers inscrits sur un compte nanti*, Droit et Patrimoine, mai 2000, page 100

¹⁶⁹⁵ J.-L. GUILLOT, *Les nantisements et autres garanties mobilières*, Techniques de la Banque, 2002, page 17

¹⁶⁹⁶ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

¹⁶⁹⁷ La question du gage avec dépossession est intéressante. Bien que ce mécanisme soit commun en droit, il semble de plus difficile à appliquer en matière de titres financiers. A titre d'exemple, au Québec, la loi sur le transfert des valeurs mobilières et l'obtention des titres intermédiés tire toutes les conséquences

peut-on craindre qu'une telle jurisprudence ne risque d'obliger le dépositaire français à se procurer les titres sur le marché et à en avancer le montant, s'exposant ainsi au risque de non restitution par le sous-conservateur, notamment quand ce dernier est comme en l'espèce placé en liquidation judiciaire¹⁶⁹⁸ ?

390. L'obstacle du nantissement des titres par le sous-conservateur.

D'après la demanderesse, le fait que les actifs confiés au sous-conservateur fassent l'objet d'un nantissement est un obstacle à la restitution immédiate imposée au dépositaire, pour la simple raison que le dépositaire devrait par principe attendre qu'il soit mis fin au nantissement pour pouvoir récupérer les actifs en question¹⁶⁹⁹. Elle invoque ainsi le fait que la restitution ne peut, en toutes hypothèses, être immédiate, compte-tenu de cette réutilisation des actifs par le sous-conservateur¹⁷⁰⁰. Seule une mainlevée sur ce nantissement permettrait la restitution des actifs ainsi réaffectés¹⁷⁰¹. Cependant, la Cour de cassation refuse cet argument, et retient que le nantissement des titres ne constituait pas un obstacle à l'obligation de restitution des titres financiers. Selon la Haute Juridiction, ni l'existence d'un nantissement sur les actifs au bénéfice du sous-conservateur ni la conclusion d'une convention de sous-conservation n'est de nature à dispenser le dépositaire initial de l'obligation de restitution à laquelle il est tenu en sa

de cette dématérialisation des titres. Désormais, en matière de gage, il ne peut plus s'agir d'une véritable dépossession, mais simplement d'une « maîtrise ». Voir en ce sens A. BENADIDA, *La loi sur le transfert des valeurs mobilières et l'obtention des titres intermédiaires ou les excès d'un régime d'exception en matière de sûretés mobilières*, Les Cahiers de droit, 2012, Volume 53, n°2, pages 310-312

¹⁶⁹⁸ Voir en ce sens M. STORCK, *Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2010, page 573

¹⁶⁹⁹ Voir sur ce point J.-L. GUILLOT, *Les nantissements et autres garanties mobilières*, Techniques de la Banque, 2002, page 20

¹⁷⁰⁰ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187 : « en approuvant l'injonction faite par l'Autorité des Marchés Financiers à la Société Générale de restituer immédiatement au Fonds DTL les instruments financiers inscrits dans les livres de la société LBIE, sans répondre aux conclusions par lesquelles la Société Générale faisait valoir que la restitution de ces instruments financiers – quel qu'en soit le débiteur – ne pouvait, en toute hypothèse, être immédiate et se trouvait nécessairement subordonnée à la mainlevée du nantissement constitué en faveur de la société LBIE, suivant les règles et procédures inhérentes à la procédure de faillite ouverte à son encontre (Mémoire en réplique, p. 8), la Cour d'appel a violé l'article 455 du Code de procédure civile ».

¹⁷⁰¹ G. BLANLUET, *La cession d'actions nanties*, Dalloz, 1999, page 109

qualité de dépositaire de ces actifs¹⁷⁰².

391. **La sous-conservation imposée.** L'éviction du dépositaire dans le processus de sélection du sous-conservateur est une question des plus intéressantes car elle est très peu étudiée en théorie et ne correspond quasi exclusivement qu'à des règles pratiques. Sur ce point, les arrêts de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010 apportent quelques précisions pratiques capitales. En effet, la question de la sous-conservation imposée, sans ou contre la volonté du dépositaire initial est invoquée par l'une des sociétés demanderesse. Selon cette société, la « mainmise » exercée par le sous-conservateur sur les actifs du fonds ne procède pas d'une mission de « sous-conservation » que le dépositaire lui aurait confiée pour sa propre convenance¹⁷⁰³, mais de l'engagement contractuel régulièrement souscrit par la société de gestion du fonds de se dessaisir des actifs du fonds et de les nantir au profit d'un sous-conservateur¹⁷⁰⁴. Le fait pour le dépositaire de ne pas avoir choisi le sous-conservateur des titres financiers semble selon la demanderesse avoir une conséquence évidente : le dépositaire ne peut pas être tenue pour responsable des actes ou des fautes effectuées par un cocontractant de l'OPCVM qu'il n'a pas lui-même choisi. Les missions du dépositaire n'incluent pas un contrôle d'opportunité sur les décisions de gestion de la société de gestion. En d'autres termes, le dépositaire ne devrait pas être tenue pour responsable du choix regrettable d'un sous-conservateur souffrant de défaillances, et une telle décision ne devrait voir engagée que la responsabilité de la société de gestion qui a pris seule la responsabilité de ce choix¹⁷⁰⁵. Mais là encore, la Cour de cassation balaye l'argument en rappelant l'obligation de restitution des actifs qui ne connaît aucune dérogation possible.

¹⁷⁰² Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

¹⁷⁰³ En application de l'article L. 214-16 du code monétaire et financier

¹⁷⁰⁴ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187

¹⁷⁰⁵ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187 : « que les missions légales assignées au dépositaire des actifs d'un fonds commun de placement sont, aux termes de l'article 323-5 du règlement général de l'AMF, exclusives de tout contrôle de l'opportunité des décisions de la société de gestion du fonds ; qu'ainsi tenu de respecter les décisions souveraines de la société de gestion de fonds, le dépositaire n'a pas à garantir les conséquences préjudiciables pour le fonds et ses souscripteurs de la défaillance d'un cocontractant du fonds que la société de gestion s'est elle-même choisi, à moins que ne soit rapportée la preuve d'un manquement qui lui serait personnellement imputable dans l'exécution de sa mission de contrôle de la légalité de la gestion du fonds ».

392. **Du non respect de la mission de contrôle.** Il est intéressant de constater qu'à aucun moment la responsabilité du dépositaire ne se fonde sur un défaut de contrôle de ce dernier sur l'activité du sous-dépositaire. C'est une précision importante, car elle a tout de même pour effet de limiter l'étendue de cette mission de contrôle, et de rétablir une certaine indépendance entre le dépositaire initial et le sous-conservateur. Le dépositaire relève qu'il n'a pas été reconnu responsable d'un quelconque manquement à ses obligations quant à la surveillance des fonds¹⁷⁰⁶. En définitive, l'obligation de contrôle se concentre sur une surveillance exclusive des fonds confiés, et non sur une éventuelle surveillance des actes du sous-conservateur. Cette précision accentue la distinction pratique entre la nature des fonds (et le contrôle inhérent à la fonction de dépositaire, sur le calcul de la réalité des titres, l'inscription réaliste en compte, etc...), et l'usage de ces fonds (confiés en l'espèce au sous-conservateur, et qui échappe totalement au regard du dépositaire). Pour illustrer ce propos de manière théorique, le dépositaire surveille la chose, et non la maîtrise ou le devenir de cette chose.

393. **Un choix de défense stratégique ?** Une autre raison pourrait cependant être avancée : celle de l'opportunité stratégique d'évincer la question du respect de la mission de contrôle. Du point de vue de la technique juridique, il est certainement plus simple d'argumenter et de prouver la perte de la chose et donc l'absence de restitution, plutôt que la faute de surveillance du dépositaire. *A fortiori*, le constat de la non exécution du contrat de dépôt résulte de cette impossibilité à restituer, alors que la faute de surveillance nécessite de recueillir une preuve. Ignorer la faute du dépositaire au profit de sa non exécution du contrat pourrait être un simple choix stratégique.

394. **Conclusion de la Sous-Section 1.** Les deux Cours font preuve de la même inflexibilité et rejettent unanimement toute dérogation à la responsabilité du dépositaire pour le défaut de restitution des titres. Si cette décision semble justifiée en droit français, notamment au support de l'obligation de restitution telle qu'elle est perçue

¹⁷⁰⁶ J.-F. TARDIVEAU, *La Cour de cassation confirme l'obligation de restitution des dépositaires*, L'AGEFI, 5 mai 2010

par le droit commun, qu'en est-il des autres jurisprudences européennes et internationales ? Nous avons pu percevoir jusqu'à présent que certains pays ont en matière de dépôt des conceptions très diverses. Leurs solutions sont-elles toutes aussi variées ? Où se situe la jurisprudence française dans ce paysage bigarré ?

Section 2. La solution retenue par la jurisprudence luxembourgeoise

395. **Introduction.** Le manque d'harmonisation au niveau européen est récurrent et très bien connu des autorités en la matière. La lettre de la régulation financière de l'AMF reconnaît que les États membres n'ont pas la même compréhension du rôle, des obligations et de la responsabilité du dépositaire d'OPCVM, d'où la coexistence en Europe de régimes de responsabilité du dépositaire différents en fonction de l'État membre où est domicilié l'OPCVM coordonné¹⁷⁰⁷. L'affaire Madoff a révélé que les dispositions de la directive sur les OPCVM ont été transposées de manière très divergente, ce qui a créé des inégalités en matière de protection des petits investisseurs. Selon le pays dans lequel est domicilié le dépositaire, son degré de responsabilité varie, ce qui donne lieu à des jurisprudences diamétralement opposées au sein même de l'Union européenne. La Commission Européenne remarque que cette disparité des typologies juridiques nationales représente le premier frein à l'acceptation transfrontalière d'un dépositaire de droit étranger : « la nature juridique du dépositaire, et partant le type de contrôles pruden­tiels auquel est effectivement soumis un établissement étranger, influence la perception de la protection assurée à l'investisseur national »¹⁷⁰⁸. Le cas de la jurisprudence UBS/Madoff au Luxembourg est un exemple parfait d'une solution différente de celle retenue par le juge français, et permet cet état des lieux de l'écart considérable qui sépare les deux conceptions juridiques. Le cas luxembourgeois est

¹⁷⁰⁷ AMF, La lettre de la régulation financière, (1er trimestre 2010), n° 15, page 6

¹⁷⁰⁸ Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004

certainement parmi ceux qui ont fait couler le plus d'encre, notamment au regard du scandale Madoff. Cette affaire met évidence les lacunes du droit communautaire en ce domaine, car deux fonds distribués en Europe, à l'origine de pertes lourdes pour leurs porteurs, sont des fonds de droit luxembourgeois. « Les banques proposant ces fonds ont exploité la souplesse de ce droit et l'ambiguïté des règles européennes pour contourner la séparation du gérant et du dépositaire, et surtout la responsabilité de la banque officiellement chargée de conserver les actifs. Et ils ont subdélégué l'ensemble à Bernard Madoff »¹⁷⁰⁹. Quelle est la solution retenue par la jurisprudence luxembourgeoise ?

396. **Plan.** Les faits en présence sont sensiblement les mêmes que ceux de la jurisprudence française (§1). Cependant, la configuration des acteurs est sensiblement différente. Il apparaît, notamment à l'étude de l'ordonnance de référé en date du 15 janvier 2009¹⁷¹⁰, que les mêmes acteurs sont envisagés avec des prérogatives et une importance différente (§2). La solution définitive, rendue par les deux décisions du Tribunal d'arrondissement de Luxembourg du 4 mars 2010¹⁷¹¹ et de la Cour d'appel de Luxembourg du 15 juillet 2014¹⁷¹², opte pour une solution qui ne correspond pas totalement à celle retenue par la jurisprudence française (§3).

§1. Les faits de l'affaire

397. **Les faits.** Les faits de cette affaire sont sensiblement les mêmes que ceux qu'avaient eu à traiter la Cour d'appel et la Cour de cassation. La société ODDO ASSET MANAGEMENT est gestionnaire de quatre fonds communs de placement dénommés GAP. Ces fonds ont investis dans la SICAV Lux Alpha, dont le dépositaire et

¹⁷⁰⁹ G. RAMEIX, *Gestion alternative: le modèle français est-il exportable?*, Les échos, 22 octobre 2009

¹⁷¹⁰ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg

¹⁷¹¹ Jugement du 4 mars 2010 rendu par le Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg

¹⁷¹² CA Luxembourg, Chambre commerciale, 15 juillet 2014, n°36517

principal agent payeur est la société UBS, de droit luxembourgeois. La société UBS a eu recours à un sous-conservateur dénommé BMIS, société appartenant à Bernard L. Madoff. La société de gestion a demandé la restitution de ces fonds au dépositaire, mais ne l'a pas obtenue. Elle assigne tout d'abord le dépositaire et la SICAV à comparaître en référé.

La Société ODDO est donc actionnaire de la SICAV Lux Alpha par l'intermédiaire des FCP (notons d'ores et déjà qu'ODDO ASSET MANAGEMENT possède son propre dépositaire de titres). Lux Alpha est un OPCVM qui a pour dépositaire la société UBS, et pour sous-conservateur la société BMIS. Nous retrouvons ici les quatre acteurs du système de règlement-livraison présenté dans la deuxième partie.

§2. Une configuration différente de la jurisprudence française

398. **Le référé.** Dès l'ordonnance de référé rendue par le juge, les grands axes de la décision finale commencent à apparaître. En effet, les arguments présentés par la société UBS et la réponse apportée par le juge des référés font présager l'orientation du futur jugement. Deux arguments ont une importance capitale : celui tenant à la qualité à agir de la société requérante, et celui tenant au gel des actifs du dépositaire en raison de la mise en liquidation du sous-conservateur.

399. **La remise en cause de la qualité à agir de la requérante.** Le rejet de la qualité pour agir de la requérante est invoqué par la société UBS. Le dépositaire estime que, même à supposer qu'il existe bien un ordre de paiement qui lui soit destiné, seul le déposant serait en mesure d'imposer un tel ordre. Or en l'occurrence, ce n'est pas la SICAV qui a fourni cet ordre de paiement, mais la société de gestion de

cette SICAV, qui demeure un tiers au contrat liant le dépositaire et le déposant¹⁷¹³. Ici, à la différence du droit français, le référé luxembourgeois ne retient pas une possibilité d'action directe entre les actionnaires de l'OPCVM et le dépositaire de ce dernier, pour obtenir la restitution des actifs déposés.

400. **Un dépositaire qui n'est qu'un intermédiaire.** A ce premier argument, le juge des référés remarque que les dépositaires n'agissent ici qu'en tant qu'intermédiaires, c'est-à-dire que chacun agit dans l'intérêt et pour le compte du bénéficiaire de l'action. C'est donc bien la requérante qui est bénéficiaire de l'action, action qu'elle mène par l'intermédiaire de son dépositaire¹⁷¹⁴. L'argument est intéressant, puisque les dépositaires sont mis en second plan par rapport aux sociétés principales. En effet, cet argument dégage en substance une certaine invisibilité des dépositaires, qui n'ont pour fonction que de conserver les actifs. En définitive, le dépositaire est réduit à sa seule fonction d'inscrire les mouvements dans le livre de comptes, et retrouve une forme d'invisibilité due à sa qualité d'intermédiaire.

¹⁷¹³ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg : « La société UBS (Luxembourg) S.A. soulève ensuite l'irrecevabilité de la demande motif pris du défaut de qualité à agir dans le chef de la requérante, et ce notamment au vu du principe de l'effet relatif des contrats prévu à l'article 1165 du code civil. La société UBS (Luxembourg) S.A. conteste l'existence d'un ordre de paiement adressé par LUXALPHA SICAV au profit de la société ODDO ASSET MANAGEMENT. Elle soutient que, même à supposer qu'une telle obligation de payer existe dans le chef de la société UBS (Luxembourg) S.A., seule LUXALPHA SICAV pourrait en demander l'exécution et non la société ODDO ASSET MANAGEMENT qui est un tiers par rapport à ce contrat. Finalement elle souligne que l'ordre des premières plaidoiries prévoit comme bénéficiaire la société ODDO & CIE et non pas la société ODDO ASSET MANAGEMENT ».

¹⁷¹⁴ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg : « Il importe de relever, tel qu'il résulte des plaidoiries du 12 janvier 2009, qu'il n'est pas contesté que la société ODDO & CIE agit en qualité de banque dépositaire de celui qui est le bénéficiaire du rachat des actions, à savoir la société ODDO ASSET MANAGEMENT. En effet les opérations entre d'une part le dépositaire et principal agent payeur des actions LUXALPHA SICAV, à savoir la société UBS (Luxembourg) S.A., et, d'autre part, le bénéficiaire du rachat des actions, en l'espèce la société ODDO ASSET MANAGEMENT, sont exécutées par l'intermédiaire de leurs banques dépositaire respectives, à savoir la société UBS FUND SERVICES (Luxembourg) S.A. et la société ODDO & CIE. Il en découle que la requérante est le bénéficiaire du prédit ordre de payer du 6 janvier 2009 ».

401. **Une stipulation pour autrui.** Une fois cette conception dégagée, le juge des référés peut qualifier l'ordre de payer ainsi donné. Il analyse cet ordre de payer comme une stipulation pour autrui, qui est bien un contrat à trois personnes¹⁷¹⁵. En l'espèce, selon le juge des référés, le déposant donne l'ordre au dépositaire de payer le gestionnaire de fonds. Un tel mécanisme possède l'avantage indéniable de faire passer une convention n'obligeant que deux parties, à un contrat ayant effet sur les trois acteurs : « Il s'agit d'une opération à trois personnes qui a pour objet de créer immédiatement au profit d'une personne, qui n'est pas partie au contrat conclu entre le stipulant et le promettant, un droit direct contre le promettant. Comme le laisse entendre l'article 1165 du code civil, la stipulation pour autrui constitue une exception au principe de l'effet relatif des contrats (Juris-Classeur civil, verbo stipulation pour autrui, n° 1) »¹⁷¹⁶. Le juge des référés qualifie donc de stipulation pour autrui le fait pour Lux Alpha d'ordonner à UBS de payer la somme à ODDO ASSET MANAGEMENT, cette qualification permettant ainsi à cette dernière d'être bénéficiaire de l'ordre, et d'avoir la qualité pour agir¹⁷¹⁷.

402. **L'analyse de cette configuration.** L'habileté du juge des référés est ici à remarquer. L'argument avancé par UBS était en définitive assez dangereux, puisqu'il aurait eu pour conséquence d'interdire à toute personne n'étant pas liée avec lui par contrat de réclamer le paiement des sommes. Or telle décision revenait à refuser la demande de restitution des actifs confiés par tous les investisseurs. Ramener le dépositaire au simple rôle de scribe sur les livres de comptes, et intégrer au schéma le mécanisme de la stipulation pour autrui a cet intérêt remarquable d'octroyer à

¹⁷¹⁵ C. LARROUMET, *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Bordeaux, 1968, pages 182 et suivantes

¹⁷¹⁶ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg

¹⁷¹⁷ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg : « Dès lors la société ODDO ASSET MANAGEMENT, en tant que bénéficiaire de l'ordre de payer donné par LUX ALPHA SICAV, a qualité à agir directement contre le promettant, à savoir la société UBS (Luxembourg) S.A.. Le moyen d'irrecevabilité tiré du défaut de qualité à agir dans le chef de la requérante doit partant être déclaré non fondé ».

l'investisseur (ici la société ODDO ASSET MANAGEMENT) une place plus importante que ce que les contrats semblent laisser paraître. Cette mise en avant leur offre *de facto* la qualité pour agir. Cette décision rapproche le droit luxembourgeois des règles européennes, octroyant à l'OPCVM mais aussi à l'investisseur un recours direct ou indirect envers le dépositaire¹⁷¹⁸.

§3. Une solution différente

403. **Introduction.** Le droit luxembourgeois n'impose pas explicitement cette obligation de restitution, cependant il semble modifier ses statuts en ce sens¹⁷¹⁹. Au Luxembourg, la notion de garde a été interprétée dans son sens de surveillance, c'est donc une obligation de moyens quant à la restitution des actifs¹⁷²⁰. Si le dépositaire effectue conformément à la réglementation ses due diligences, il ne sera pas tenu à la restitution des actifs. L'obligation de restitution n'a ainsi aucun caractère absolu¹⁷²¹. Cependant, le

¹⁷¹⁸ En matière de FIA, le projet de directive AIFM est intéressant, au regard de l'article 17 5. Dans un premier temps, l'ajout des termes « directly or indirectly » est capital, en ce qu'il précise les modalités selon lesquelles la responsabilité du dépositaire peut être engagée. Puisqu'il a été précisé plus haut que le FIA et les investisseurs peuvent engager la responsabilité du dépositaire, cet apport implique donc qu'il existe deux voies pour cela : la première est un recours direct de le FIA contre le dépositaire, la deuxième est un recours indirect des investisseurs contre le dépositaire, par l'intermédiaire du FIA. Dans tous les cas, voire la responsabilité du dépositaire engagée implique l'intervention du FIA, en raison de son lien direct avec celui-ci. Selon le projet de directive, le choix de telle ou telle modalité est faite « suivant la nature légale de la relation entre le dépositaire, le FIA et l'investisseur » (« depending on the legal nature of the relationship between the depositary, the AIFM and the investors »). Dans un deuxième temps, la dernière phrase de cet alinéa effectue un rappel court mais indispensable quant à d'éventuelles délégations de responsabilité. En effet, l'interdiction est claire : « La responsabilité du dépositaire ne peut être affectée par aucune forme de délégation prévue au paragraphe 4 » (« The depositary's liability shall not be affected by any delegation referred to in paragraph 4 »). Ainsi, en similitude avec le régime français de responsabilité du dépositaire, aucune dérogation de responsabilité ne peut avoir pour origine d'éventuelles délégations de missions à des Prime Brokers. Quoi qu'il arrive, le dépositaire initial reste donc seul responsable sur toute l'étendue de ses missions.

¹⁷¹⁹ Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 66 : « These rules define the obligation of the one who holds assets in deposits to return these assets as an « obligation of result » (obligation de résultat) ».

¹⁷²⁰ Circulaire de la Commission de Surveillance du Secteur Financier 08/372, du 5 septembre 2008, page 2 : « La notion de garde, telle qu'elle est employée pour désigner la mission du dépositaire, est à comprendre dans sa signification de « surveiller » ».

¹⁷²¹ P. DENIS, *Madoff/Le Luxembourg clarifie la responsabilité du dépositaire*, Reuters, 20 janvier 2009

tribunal du Luxembourg a donné gain de cause le 15 janvier 2009 au déposant face au dépositaire impliqué dans l'affaire Madoff¹⁷²². En cas de sous-délégation, c'est historiquement au déposant de choisir le sous-délégataire. Ce mécanisme ressemble donc aux conventions tripartites françaises, et impose que le déposant ait connaissance de la sous-délégation, et qu'il l'agrée puisque c'est lui-même qui choisit le sous-délégataire. Le dépositaire doit cependant accepter ce sous-délégataire pour qu'une telle convention prenne tout son effet¹⁷²³.

La jurisprudence luxembourgeoise a à juger de faits similaires à ceux présentés devant la Cour d'appel et la Cour de cassation française. Nous avons choisi de concentrer cette comparaison sur trois thèmes qui nous semblent incontournables : le problème de la non disponibilité des actifs, le choix entre une responsabilité pour faute ou non, et la question du recours direct des investisseurs contre le dépositaire.

404. Le gel des actifs dû à la mise en liquidation du sous-conservateur. L'argument important que la société UBS présente en référé consiste à exclure de son champ de restitution les actifs qu'elle a confiés au sous-conservateur, une société appartenant à Bernard Madoff, mise en liquidation judiciaire depuis. Elle constate que les actifs dont elle dispose pour payer le gestionnaire sont affectés par une mesure de gel des actifs due à la liquidation du sous-conservateur et imposée par une ordonnance de droit américain, et qu'elle ne peut restituer immédiatement ces actifs¹⁷²⁴. Il s'agit du même argument de non libre disposition des actifs que celui présenté devant les juridictions

¹⁷²² Voir *infra*

¹⁷²³ Circulaire de la Commission de Surveillance du Secteur Financier 08/372, du 5 septembre 2008, page 2 : « En raison de l'intervention du Prime Broker dans la conservation des actifs du FIS [...] il est nécessaire que le dépositaire accepte le choix du Prime Broker fait par le FIS dans les conditions décrites ci-après. En effet, le dépositaire d'un FIS doit organiser ses relations avec le FIS et avec le Prime Broker de façon à ce qu'il soit en mesure d'accomplir sa mission de surveillance des actifs du FIS ».

¹⁷²⁴ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg : « La société UBS (Luxembourg) S.A. soutient finalement que les fonds dont dispose LUXALPHA SICAV pour payer la société ODDO ASSET MANAGEMENT seraient affectés par le freezing order contenu dans une ordonnance n° Civ 08-10791 rendue en date du 15 décembre 2008 par un certain « Louis L. STANTON, United States District Judge », affirmation qui est contestée par la partie requérante ».

française¹⁷²⁵. Le juge des référés luxembourgeois rejette lui-aussi cet argument, en invoquant le fait que le dépositaire ne prouve pas qu'une telle ordonnance imposant le gel des actifs soit directement exécutoire au Luxembourg et applicable en droit luxembourgeois. Réapparaît dans cette réponse le dilemme des conflits de droits applicables en matière de crise financière internationale¹⁷²⁶.

Mais le juge énonce également un deuxième argument tout aussi intéressant : il reproche au dépositaire de ne pouvoir prouver que les actifs qui font l'objet d'un gel étaient bien ceux destinés à être restitués au gestionnaire. En l'absence de cette preuve, le dépositaire se voit contraint de restituer les actifs, même en présence d'une ordonnance de gel¹⁷²⁷. Cette seule ordonnance de référé est une entrée en matière pour l'orientation de la décision finale¹⁷²⁸.

405. Une responsabilité allégée. Qu'il s'agisse du jugement rendu par le tribunal d'arrondissement de Luxembourg le 4 mars 2010 ou de l'arrêt rendu par la Cour

¹⁷²⁵ Le principe est également identique. Voir par exemple V. MAGNIER, *Le nantissement d'actions indisponibles*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2002, page 433

¹⁷²⁶ Voir en ce sens L. d'AVOUT, *Sur les conflits de lois en droit des biens*, Economica, 2006, Chapitre I

¹⁷²⁷ Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg : « S'il est vrai que la décision invoquée du 15 décembre 2008, dont une copie est versée en cause, a été rendue dans le cadre de la liquidation judiciaire de BMIS, société appartenant à Bernard L. MADOFF, et qu'elle contient une interdiction à toute personne concernée de disposer d'avoirs qui proviennent de BMIS en liquidation, la société UBS (Luxembourg) S.A. reste en défaut d'établir d'une part que ladite ordonnance est directement exécutoire au Luxembourg et applicable en droit luxembourgeois et d'autre part que les avoirs de la requérante devant être employés à l'exécution de l'ordre de payer litigieux proviennent de BMIS en liquidation. Il en suit que le moyen opposé par la société UBS (Luxembourg) S.A. relatif au freezing order est à rejeter ».

¹⁷²⁸ C'est par exemple le cas d'un article paru quatre jours après la décision de référé qui effectue l'analyse suivante du référé : « Il a constitué une sorte de première percée contre une deep pocket et une première lueur d'espoir pour nombre de clients et intervenants, qui plus est infiniment tôt – alors qu'il est au contraire patent que le règlement de toutes les responsabilités, prétentions et liquidations prendra des années ». Voir *Madoff / le jugement luxembourgeois contre l'UBS du 15 janvier 2009 : Première brèche contre un custodian ou pas vraiment ?* Analyse et commentaire, 19 janvier 2009. Il semble donc qu'à première vue ce référé soit une avancée dans la conception du dépositaire. Cependant, ce même article nuance presque immédiatement la portée de cette avancée, en rappelant le caractère somme toutes très subalterne d'une décision de référé, et le peu d'impact que telle décision peut avoir sur le jugement final : « Le vrai problème de fond posé demeure cependant : que faire des remboursements intervenus en fin de compte avec l'argent des clients suivants, et quid de la consolidation judiciaire internationale du règlement de l'ensemble de l'affaire ? » Loin d'apporter une réponse précise à ces dernières questions, le jugement de référé ne fait que fonder davantage d'espoir dans la décision finale, en espérant qu'elle apporte davantage d'informations sur la question.

d'appel de Luxembourg le 15 juillet 2014, la décision est identique : le droit luxembourgeois retient une responsabilité du dépositaire engagée uniquement pour faute, et il incombe à celui qui a subi un préjudice de prouver cette faute. Une circulaire de l'Institut monétaire luxembourgeois de 1991 précise que cette faute doit être dans le cadre de l'obligation de surveillance du dépositaire, surveillance qui s'exerce notamment à l'égard des tiers qui sont en charge du dépôt des actifs. La circulaire ajoute que le dépositaire satisfait à son obligation de surveillance lorsqu'il est « convaincu dès le départ et pendant toute la durée du contrat que les tiers auprès desquels les actifs de l'OPC sont en dépôt sont honorables et compétents, et bénéficient d'un crédit suffisant »¹⁷²⁹. C'est donc tout naturellement que la jurisprudence luxembourgeoise ne retient une responsabilité du dépositaire de titres financiers qu'en cas de faute de surveillance de celui-ci. La solution retenue ici est à l'opposé de celle retenue par la jurisprudence française.

406. **Aucun recours direct pour les investisseurs individuels.** La jurisprudence luxembourgeoise rejette la possibilité d'une action directe des investisseurs individuels¹⁷³⁰, en arguant que la directive OPCVM de 1985 ne parle pas d'une mise en cause directe ou indirecte, et que ce silence n'implique pas une mise en cause directe, dont l'organisation serait une obligation pour les États membres. Comme le Luxembourg n'a pas retenu cette possibilité d'action directe, elle n'existe pas en droit luxembourgeois

¹⁷²⁹ Circulaire de l'Institut monétaire luxembourgeois n° 91-75 du 21 janvier 1991 : « la notion de garde des actifs d'un OPC par le dépositaire est à considérer dans sa signification de surveiller (...) ; à celui qui a subi un préjudice, il échoit dès lors de prouver la faute du dépositaire dans son obligation de surveillance (...) cette surveillance du dépositaire s'exerce notamment à l'égard des tiers auprès desquels les actifs de l'OPC se trouvent en dépôt. Quant au contenu de l'obligation de surveillance du dépositaire, l'on peut considérer que le dépositaire satisfait à son obligation de surveillance lorsqu'il est convaincu dès le départ et pendant toute la durée du contrat que les tiers auprès desquels les actifs de l'OPC sont en dépôt sont honorables et compétents, et bénéficient d'un crédit suffisant ».

¹⁷³⁰ Les jugements dans l'affaire Madoff mettent les actionnaires sur un pied d'égalité, Luxembourg for Finance, 5 mars 2010 : « Le tribunal de Luxembourg a estimé que les actionnaires de Luxalpha ne pouvaient pas agir directement en justice contre la banque dépositaire, cette faculté revenant au liquidateur de fonds ».

et ne peut être imposée^{1731 1732}. La solution définitive infirme la décision du référé. Selon un auteur, si les jugements avaient admis l'action des actionnaires-investisseurs individuels, ils auraient risqué de porter atteinte à l'égalité entre actionnaires-investisseurs, car l'exercice individuel d'une multitude d'actions est susceptible de générer des résultats divergents. Ce risque n'existe pas dès lors que les liquidateurs ont engagé une action pour la SICAV, c'est-à-dire dans l'intérêt collectif des actionnaires investisseurs¹⁷³³. C'est donc un impératif d'égalité qui justifierait le rejet d'un recours individuel des investisseurs contre le dépositaire. Cet argument est somme toute assez discutable, non seulement dans son fondement, mais également en ce qu'il contredit l'amorce déjà engagée des règles européennes, ces dernières reconnaissant un recours direct de l'investisseur individuel contre le dépositaire.

¹⁷³¹ Voir en ce sens http://www.freethinkers.ch/jcm/wp-content/uploads/2014/10/20140715_36517a.pdf page 5 : « l'article 16 de la directive 85/611CE du Conseil du 20 décembre 1985 qui traite de la responsabilité du dépositaire à l'égard de la société d'investissement et des participants, ne parle pas d'une mise en cause directe ou indirecte du dépositaire et que le silence de l'article 16 ne saurait être analysé comme une disposition qui a imposé aux États membres l'obligation d'introduire en droit national une action directe au bénéfice des actionnaires contre le dépositaire , et, partant, retenu que l'actionnaire ne dispose pas d'une action directe contre la banque dépositaire sur base de l'article 36 de la loi du 20 décembre 2002 qui a transposé en droit national l'article 16 de la directive ».

¹⁷³² Voir en ce sens http://www.freethinkers.ch/jcm/wp-content/uploads/2014/10/20140715_36517a.pdf page 15. La Cour d'appel retient que la directive n'emploie pas le terme d'action directe, mais cette absence d'action directe n'est pas préjudiciable à l'investisseur, car s'il appartient, en principe, au droit national de déterminer la qualité et l'intérêt d'un justiciable pour agir en justice, le droit communautaire exige néanmoins que la législation nationale ne porte pas atteinte au droit à une protection juridictionnelle effective. En outre, les modalités procédurales des recours destinés à assurer la sauvegarde des droits que les justiciables tirent du droit communautaire ne doivent pas être moins favorables que celles concernant des recours similaires de nature interne (principe de l'équivalence) et ne doivent pas rendre pratiquement impossible ou excessivement difficile l'exercice des droits conférés par l'ordre juridique communautaire (principe d'effectivité). « Ces principes ne sont, en l'espèce, pas violés par la transposition de la directive telle qu'opérée en droit luxembourgeois, dès lors que les modalités d'exercice de l'action réservée à l'actionnaire relèvent du droit national et que le législateur pouvait partant déclarer applicables les règles tirées du droit des sociétés, prévoyant plus spécifiquement qu'il appartient à la société d'exercer l'action en réparation affectant le patrimoine social, l'actionnaire disposant du droit d'agir contre le dépositaire en réparation du préjudice personnel et distinct de celui de la société ».

¹⁷³³ A. LUTGEN, du cabinet Lutgen & Mc Gaw, dans *Les jugements dans l'affaire Madoff mettent les actionnaires sur un pied d'égalité*, Luxembourg for Finance, 5 mars 2010

407. **Un choix critiqué.** Ce rejet de la possibilité d'un recours individuel des investisseurs est loin de faire l'unanimité¹⁷³⁴ : l'action du fonds contre le dépositaire ne prive pas l'investisseur d'une action propre contre le dépositaire, et ne se substitue ni n'englobe cette faculté d'action : un jugement d'un tribunal luxembourgeois nommant des liquidateurs ne peut priver les investisseurs de leurs droits fondamentaux de chercher à obtenir un dédommagement pour leurs pertes individuelles. Si tel était le cas, la directive OPCVM, dont l'objet est de « protéger les investisseurs contre les pratiques douteuses, en imposant certaines règles de protection minimales » en accordant, par exemple, une action directe aux investisseurs pour obtenir par voie judiciaire un dédommagement, serait « entièrement vidée de sa substance »¹⁷³⁵. En outre, d'autres tribunaux européens comme les tribunaux irlandais ont permis aux investisseurs individuels de poursuivre leurs actions judiciaires sur base de la même directive européenne. La position du Luxembourg est donc relativement isolée sur cette question¹⁷³⁶.

408. **Une réelle influence des arrêts rendus par la France dans ce domaine ?** La décision rendue serait-elle sous l'influence directe des décisions rendues par la France dans ce domaine ? L'analyse du droit obtenu par l'investisseur envers le dépositaire est selon certains une transposition de ce que retient la France à ce sujet : « faisant référence à un arrêt de la Cour de cassation française, les jugements retiennent notamment que l'actionnaire-investisseur n'est pas créancier de LUXALPHA SICAV mais qu'il a uniquement un droit financier au dividende au moment de la dissolution de la

¹⁷³⁴ En effet, la société Deminor, spécialisée dans l'assistance d'investisseurs de sociétés cotées et non-cotées, effectue une vive critique de cette décision, en regrettant que des investisseurs européens dans un fonds UCITS luxembourgeois régulé ne puissent mettre en œuvre leurs droits dérivés de la législation européenne relative aux fonds UCITS devant les tribunaux luxembourgeois. « Les procédures judiciaires des investisseurs sont radicalement différentes de celles du fonds poursuivies par les liquidateurs, dans la mesure où elles se basent sur des arguments juridiques différents, et que le dommage subi par les investisseurs est différent du dommage subi par le fonds ». Voir *Madoff : Deminor déplore la décision de la justice luxembourgeoise*, L'AGEFI, 5 mars 2010

¹⁷³⁵ *Madoff : Deminor déplore la décision de la justice luxembourgeoise*, L'AGEFI, 5 mars 2010

¹⁷³⁶ Cette ouverture de l'action à tous les investisseurs va directement dans le sens des tentatives européennes d'harmoniser les réglementations, puisque ces tentatives octroient non seulement au gestionnaire de l'OPCVM mais aussi aux investisseurs individuels un droit de recours contre le dépositaire. C'est donc cette opinion qui semble la plus proche des orientations européennes.

société »¹⁷³⁷. L'orientation finale de la décision semble revenir sur l'opinion française¹⁷³⁸. Pourtant, les deux solutions sont diamétralement opposées, notamment en ce que la loi luxembourgeoise estime que les obligations du dépositaire sont satisfaites s'il s'assure que le sous-dépositaire est honorable, compétant et possède les ressources financières suffisantes, alors que la loi française impose une obligation de surveillance directe sur le sous-dépositaire¹⁷³⁹.

409. **Conclusion.** La jurisprudence luxembourgeoise se montre beaucoup plus conciliante envers le dépositaire de titres, et ne lui impose pas une charge de surveillance aussi contraignante que le juge français. La comparaison avec la jurisprudence française permet d'établir le spectre des divergences entre les régimes de responsabilités des différents pays européens¹⁷⁴⁰. Certains auteurs ont pu remarquer l'extrême diversité des régimes internationaux, et particulièrement les différences entre

¹⁷³⁷ A. LUTGEN, du cabinet Lutgen & Mc Gaw, dans *Les jugements dans l'affaire Madoff mettent les actionnaires sur un pied d'égalité*, Luxembourg for Finance, 5 mars 2010

¹⁷³⁸ A. LUTGEN, *op. cit.* : « Il s'en suit que les jugements du 4 mars 2010 ne reconnaissent pas une action directe à l'investisseur individuel pour réclamer le préjudice qu'il a subi. Les jugements retiennent aussi que l'actionnaire-investisseur n'a pas subi de préjudice distinct de la SICAV, suivant là encore la jurisprudence française, citée au jugement, en matière de droit des sociétés. Ces applications pratiques de la doctrine et de la jurisprudence constante essentiellement françaises montrent bien que nous ne sommes en rien en présence d'une situation juridique spécifiquement luxembourgeoise ».

¹⁷³⁹ R. WEBER, S. GRUENEWALD, *UCITS and the Madoff scandal: liability of depositary banks?*, Butterworth Journal of International Banking and Financial Law, juin 2009, page 341 : « While Luxembourg laws determine the depositary's duties to be satisfied if it ensures that the sub-custodian is honourable, competent, and possesses sufficient financial resources, the French laws imposes direct surveillance obligations upon the depositary ».

¹⁷⁴⁰ L'impératif d'une harmonisation s'est très tôt faite sentir. La Commission européenne a lancé le 3 juillet 2009 une consultation publique sur la fonction dépositaire d'OPCVM (Consultation publique de la commission européenne sur la fonction du dépositaire d'OPCVM, 3 juillet 2009), selon quatre axes principaux. Une meilleure harmonisation des obligations des dépositaires en matière de conservation d'actifs et de contrôle était le premier point, rapidement complété par la définition d'un meilleur régime de responsabilité, pour renforcer la protection des investisseurs d'OPCVM, dans le cas où un dépositaire manque à ses obligations ou devient insolvable. Le troisième axe consistait à instaurer des règles en matière d'organisation de conflit d'intérêts sur la base de règles existantes, et enfin, la faculté pour les dépositaires d'être des établissements de crédit établis dans l'Union européenne et faire l'objet d'un agrément et d'une surveillance par celle-ci constituait le quatrième axe. C'est donc tout naturellement que les textes européens postérieurs ont amorcé ce lent processus d'harmonisation.

les systèmes européens et le système américain¹⁷⁴¹. Il apparaît que le plus petit dénominateur commun entre tous les systèmes demeure l'inscription en compte. En dehors de cette base minimale, toutes les variations sont possibles. M. Frank Martin Laprade rappelle notamment les problèmes qu'une telle situation est en mesure de créer quand les titres font l'objet d'échanges transfrontaliers et circulent de banques en intermédiaires, passant par toute une série de comptes transitoires, et le lien entre la responsabilité du dépositaire et le régime de propriété¹⁷⁴². De manière globale, le régime

¹⁷⁴¹ J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, pages 16 et 17 : « A nouveau, tant les travaux menés par le Legal Certainty Group communautaire que ceux menés sous l'égide de l'Institut International pour l'Unification du Droit Privé (UNIDROIT), peuvent être invoquées. Ces travaux font apparaître une multiplicité des régimes de détention de titres en droit international. Certains systèmes, peu nombreux, ont ainsi opté pour une dématérialisation totale et obligatoire des titres financiers, à l'image du système français. D'autres, comme les systèmes anglo-américains, laissent subsister des titres matérialisés à côté des titres purement scripturaux. Mais tous ces systèmes ont en commun d'avoir créé au moins un mode de détention dématérialisé, fondé sur l'inscription en compte. Par ailleurs, les systèmes de détention peuvent être directs ou indirects. Les premiers sont caractérisés par la relation directe qui existe entre l'émetteur des titres et le titulaire du compte sur lequel ceux-ci sont inscrits. Le droit de propriété du titulaire du compte s'exerce donc directement sur les titres créés par l'émetteur. Les seconds sont fondés sur la création de droits *sui generis*, qualifiés en droit américain de security entitlements, mélange de droits réels et de droits personnels reconnus non plus contre l'émetteur, mais contre les différents intermédiaires teneurs de compte. Il n'existe plus dans ce cas de relation indirecte entre le dernier inscrit en compte et l'émetteur des titres initiaux. Or, en dépit des divergences conceptuelles relevées entre les différents systèmes de détention de titres, l'inscription en compte y constitue toujours un concept fondamental et déterminant. C'est donc sur le fondement de la notion d'inscription en compte qu'une harmonisation substantielle peut être envisagée à un niveau international. Il convient toutes fois de préciser que les traditions juridiques propres à chaque système nous semblent devoir exclure toute tentative d'harmonisation conceptuelle des différents régimes de détention. C'est donc la recherche d'une harmonisation fonctionnelle qui doit être entreprise autour du rôle tenu par l'inscription en compte, plus petit dénominateur commun de l'ensemble de ces systèmes. L'harmonisation entreprise ne porte donc pas sur ces concepts juridiques inconciliables, mais sur les moyens qui permettent d'acquérir ou de disposer des titres inscrits en comptes et qui assurent aux titulaires du compte mais également aux tiers, la plus grande sécurité juridique. Comme le système de transfert de propriété des titres financiers proposés est élaboré autour du rôle prépondérant joué par l'inscription en compte, la perspective d'une harmonisation au plan international ne fait que valider la pertinence du système adopté en droit interne ».

¹⁷⁴² Propos de F.-M. LAPRADE, recueillis par F. GARROUSTE, *Le problème de la responsabilité des intermédiaires est lié au régime de propriété*, AGEFI, 4 juin 2009 : « De même, la règle qui veut en Europe que les transferts de propriétaire résultants d'achats de titres sur le marché sont considérés comme effectifs en valeur J+3 ne dit pas clairement qui est propriétaire des titres pendant les trois jours que dure le règlement-livraison. Sans parler du sujet délicat que représente un éventuel retard dans l'exécution de la transaction : certains investisseurs ont cru s'être débarrassés d'actifs « toxiques », mais le sont-ils vraiment tant que les titres sont inscrits sur le compte de leur acheteur? Le problème de la responsabilité des intermédiaires est alors clairement lié à la question du régime de propriété ». Voir également C. MOULY, *Faut-il retarder le transfert de la propriété ?*, in *Faut-il retarder le transfert de la propriété*, Cahiers de droit de l'entreprise, Semaine Juridique Entreprises, supplément 5/1995, page 1

français et le régime anglo-saxon semblent aux antipodes l'un de l'autre¹⁷⁴³. Chacun représente une vision particulière du mode de détention, et du mode de dépôt et de responsabilité, à l'opposé l'un de l'autre. Par conséquent, le reste des régimes européens oscille entre chacun de ces deux extrêmes, avec une nette préférence cependant pour le régime anglo-saxon. Qu'il s'agisse de Chypre¹⁷⁴⁴, du Danemark¹⁷⁴⁵, de l'Espagne¹⁷⁴⁶, de l'Estonie¹⁷⁴⁷, de la Finlande¹⁷⁴⁸, de la Grèce¹⁷⁴⁹, de la Hongrie¹⁷⁵⁰, de l'Islande¹⁷⁵¹, de l'Italie¹⁷⁵², de la Lettonie¹⁷⁵³, de Malte¹⁷⁵⁴, de la Norvège¹⁷⁵⁵, des Pays-Bas¹⁷⁵⁶, de la

¹⁷⁴³ Voir en ce sens la conclusion du travail de S. GKANTINIS, *Regulation and Innovation : Comparing U.S. And European Equity Trading Markets*, Mémoire, Harvard Law School, 16 février 2006

¹⁷⁴⁴ La délégation à un dépositaire est possible, mais elle nécessite l'autorisation du Common Fund Regulation. Jusqu'à présent il n'existe pas de réglementations particulières en la matière (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 14). Dans le cas d'une sous-délégation, à la fois le délégataire et le sous-délégataire sont responsables de tout dommage du à leur négligence. Il semblerait que cette obligation soit considérée comme une obligation de moyens, dans le sens où cette division de l'obligation permet dans la plupart des cas d'indemniser en cas de défaut. Cette responsabilité tombe sous le cadre administratif, pour ce qui est du contrôle de la SEC, et les négligences tombent sous le joug de la loi civile.

¹⁷⁴⁵ Le dépositaire est responsable de tout dommage résultant d'une mise en œuvre fautive ou de la non mise en œuvre des obligations du-dit dépositaire. Cette responsabilité demeure même en cas de sous-délégation à un tiers. Le dépositaire ne peut en aucun cas réduire ou réfuter cette responsabilité par un accord (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 23). Cependant le dépositaire n'est pas tenu à cette responsabilité en cas de force majeure (guerre, révolte, etc...). Pour le moment, cette responsabilité n'a jamais donné lieu à un contentieux devant des juridictions.

¹⁷⁴⁶ L'Espagne ne laisse aucune précision en ce qui concerne la nature de l'obligation de restitution. Le dépositaire est responsable de toute perte dérivant d'une faille dans ses obligations.

¹⁷⁴⁷ Le choix du sous-dépositaire revient au dépositaire. Ce choix doit s'effectuer avec les due diligence nécessaires de manière à assurer la garantie du sous-dépositaire (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 28 et 29). Le dépositaire doit être tenu pour responsable pour tous les dommages directs à la propriété du fonds et des actionnaires, comme du résultat de violations des devoirs du dépositaire.

¹⁷⁴⁸ Le dépositaire doit être nécessairement établi en Finlande. Sa responsabilité n'a pas encore fait l'objet d'un contentieux devant les juridictions. L'État finlandais considère qu'il s'agit plutôt d'une obligation de moyens (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 31). Le dépositaire peut voir sa responsabilité engagée en cas de négligence. La nature de la responsabilité ne pourra être vérifiée qu'une fois le contentieux porté devant les juridictions. Dans sa sélection du sous-dépositaire, le dépositaire doit faire usage des due diligence nécessaires.

¹⁷⁴⁹ La Grèce perçoit l'obligation de restitution comme une obligation de résultat. Le dépositaire est responsable, même en cas de délégation. Il est à noter qu'aucune sanction ne peut être remise en cause devant une cour.

¹⁷⁵⁰ Le dépositaire est responsable de tout dommage causé par sa faute ou défaillance à effectuer ses obligations, et toute clause ou stipulation contraire est nulle et non écrite. La responsabilité du dépositaire est du ressort de la loi civile et administrative, et il semble que l'obligation soit décrite comme une obligation de résultat. La responsabilité entière et illimitée du dépositaire a pour

République Tchèque¹⁷⁵⁷, de la Roumanie¹⁷⁵⁸, de la Slovaquie¹⁷⁵⁹, de la Slovénie¹⁷⁶⁰, de la Suède¹⁷⁶¹, ou de la Suisse^{1762 1763}, chaque pays retient une solution différente.

La grande sévérité de la France est également ce qui découle des arrêts rendus par la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010, à travers les propos tenus par l'établissement sanctionné à l'issu du procès. Ce dernier retient que la décision impose un niveau de responsabilité « largement supérieur à celui généralement prévu par les lois en vigueur dans les autres pays européens en cas de non restitution d'actifs

conséquence une due diligence accrue dans le choix de son sous-délégué et des contrôles renouvelés de ce sous-délégué.

¹⁷⁵¹ Si le dépositaire confie la garde des actifs à un sous-dépositaire, cela n'a aucun effet sur la responsabilité du dépositaire en cas de défaillance.

¹⁷⁵² Le régime de responsabilité du dépositaire est de l'autorité du droit civil. Cette responsabilité demeure même lorsque le dépositaire a confié ses actifs à un sous-dépositaire, et aucun accord entre le dépositaire et le sous-dépositaire ne peut réduire cette responsabilité. Le dépositaire peut uniquement sous-déléguer son activité de conservation avec l'accord préalable de la société d'investissement ou la SICAV.

¹⁷⁵³ L'obligation de restitution doit être regardée comme une obligation de résultat. La loi civile s'applique pour les obligations contractuelles du dépositaire. Le droit administratif s'applique en ce qui concerne les autorités compétentes en la matière. Le dépositaire est responsable envers les tiers des pertes causées par une violation des lois ou une négligence dans la mise en œuvre de ses obligations (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 63).

¹⁷⁵⁴ L'État maltais ne fait aucune référence à une « obligation de résultat » ou « obligation de moyens ». Sa législation concernant la responsabilité est relativement faible et encore à l'étude (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 73).

¹⁷⁵⁵ Le dépositaire est responsable de toute perte infligée au fonds à travers sa négligence dans la mise en œuvre de ses obligations. Cette responsabilité est soumise au droit civil. Le choix du sous-dépositaire doit être effectué avec les due diligences requises.

¹⁷⁵⁶ Le dépositaire peut choisir de sous-déléguer son activité de conservation d'actifs, mais il demeure responsable des fautes du ou des sous-dépositaires. Le dépositaire se doit d'agir pour le meilleur intérêt des investisseurs. La responsabilité du dépositaire est engagée en cas de perte économique ou de non-compliance, et est gouvernée par le droit civil.

¹⁷⁵⁷ La responsabilité du dépositaire est engagée en cas de défaut de diligence du dépositaire, et cette responsabilité s'applique également lorsque l'activité est effectuée par un tiers sous-délégué. En la matière, seule la loi civile est applicable. Le choix du sous-dépositaire appartient au dépositaire, mais cela n'exclut pas cependant une négociation avec la société d'investissement (Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010, pages 22).

¹⁷⁵⁸ Le dépositaire est tenu de toute perte causée par une erreur injustifiable pour mettre en œuvre ses obligations ou ses mises en œuvres impropres. La responsabilité des actions menées par les tiers sous-dépositaires du dépositaire est engagée auprès du dépositaire qui a organisé le transfert.

¹⁷⁵⁹ La Slovaquie ne précise pas la nature de l'obligation qui incombe au dépositaire, elle précise uniquement que le dépositaire a une obligation générale et légale de restituer les actifs conservés et a un devoir légal et contractuel de prudence. La responsabilité du dépositaire ne peut pas s'éteindre par la mise en conservation des actifs par un sous-dépositaire, et est soumise au droit civil.

détenus par des parties tierces ». En d'autres termes, RBC Dexia estime, à la suite de cette décision de justice, « qu'il est important que les règles européennes soient équitables pour toutes les parties tout en assurant un niveau de protection élevé des investisseurs »¹⁷⁶⁴.

¹⁷⁶⁰ Le dépositaire est responsable pour son nom propre, et pour les actifs menées par ses services, par conséquent l'obligation du dépositaire est considérée comme un obligation de moyens en ce qui concerne la garde des actifs, et une obligation de résultat en ce qui concerne à responsabilité propre, sur laquelle s'applique le droit civil.

¹⁷⁶¹ L'obligation du dépositaire est une obligation de résultat, soumise au droit civil. La responsabilité du dépositaire envers ses investisseurs n'est pas affectée par un contrat de sous-délégation.

¹⁷⁶² Le droit suisse a limité la responsabilité de la banque dépositaire aux trois devoirs de diligence classiques que sont une responsabilité uniquement pour le choix, les instructions et le contrôle des sous-dépositaires. En droit des obligations Suisse, on répond des actes d'autrui comme des siens propres uniquement en cas de substitution non autorisée. Ainsi la responsabilité d'un dépositaire suisse est très proche de celle d'un dépositaire luxembourgeois. En outre, du point de vue de la délégation, la situation se complique si le Prime Broker est situé dans certains autres États. En effet, le droit étranger ne connaît pas toujours un droit de propriété sur les titres conservés, mais un simple droit de créance : « security entitlement ». F.-V. KRUSE, *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939, page 75

¹⁷⁶³ La garantie financière trouve alors son prolongement sur le terrain de l'obligation de restitution. Voir en ce sens I. RIASSETTO, A. PRÜM, Bull. Joly Bourse, mai-juin 2009, § 28, page 199 ; S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68, page 542 : « C'est pour prendre en compte la superposition des droits différents attachés à chaque inscription en compte dans la chaîne de détention que le règlement général de l'AMF permet un aménagement de la responsabilité du TCC ». Cependant, cette information est à lier au fait que l'article 8 de la directive OPCVM énonce « Le dépositaire doit avoir son siège statutaire dans l'État membre où la société de gestion a son siège statutaire, soit y être établi s'il a son siège statutaire dans un autre État membre ». Voir également J.-J. DAIGRE, M. ROUSSILLE, *L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières*, Droit et Patrimoine, septembre 2005, page 24 ; S. PRAICHEUX, *La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2006, page 56

¹⁷⁶⁴ J.-F. TARDIVEAU, *La Cour de cassation confirme l'obligation de restitution des dépositaires*, L'AGEFI, 5 mai 2010

Chapitre II. Une analyse de la jurisprudence française

410. **Plan.** Au regard des attentes, une telle solution de jurisprudence ne pouvait pas passer inaperçue. Parfois simplement étonnés, d'autres fois déçus ou inquiets, les auteurs se sont immédiatement attelés à une critique souvent virulente de la solution retenue par les juridictions françaises, et qui mérite pour le moins quelques commentaires (Section 1). L'ampleur de cette contestation peut nous amener à nous demander si en définitif la responsabilité du dépositaire telle qu'elle est ici retenue n'est pas excessive (Section 2). Le juge semble considérer que seul un cas de force majeure serait en mesure d'exonérer le dépositaire de sa responsabilité. Mais d'un point de vue pragmatique, existe-t-il vraiment des situations qui pourraient présenter ici les caractères de la force majeure ? Si ce n'est pas le cas, que faudrait-il en déduire quant à la sévérité du régime de responsabilité ainsi établi (Section 3) ?

Section 1. Quelques commentaires de cette jurisprudence

411. **Une responsabilité sévère au regard du droit européen.** L'extrême sévérité du régime de responsabilité du dépositaire de droit français a déjà été évoquée, par comparaison à d'autres systèmes de droit européen¹⁷⁶⁵. Les articles applicables en matière de SICAV et de FCP¹⁷⁶⁶ permettent également de fonder l'absence

¹⁷⁶⁵ S. GAOUAOUI, *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires*, Option Finance, 20 avril 2009, page 10

¹⁷⁶⁶ « Le règlement du fonds doit prévoir que ses actifs sont conservés par un dépositaire unique distinct de la société de gestion du fonds et qui s'assure de la régularité des décisions de cette société. [...] Sa responsabilité n'est pas affectée par le fait qu'il confie à un tiers tout ou partie des actifs dont il a la garde ». L'ordonnance 2011-915 du 1er août 2011 reformule quelque peu cette règle, et son article 3 la

de régime particulier si le sous-conservateur n'est pas de droit français¹⁷⁶⁷. Cette sévérité est parfois critiquée, notamment en ce qu'elle impose au dépositaire un régime plus contraignant que pour un teneur de compte conservateur étranger. Le dépositaire possède une obligation impérative de restitution¹⁷⁶⁸, alors que le droit étranger ne prévoit « qu'un droit de créance qui peut induire, en cas de défaillance du custodian local, le risque de non restitution des actifs »¹⁷⁶⁹. De fait, le dépositaire assume une partie du risque de contrepartie pris pas l'OPCVM : « Le dépositaire confère dès lors à l'OPCVM plus de droits qu'il n'en a effectivement »¹⁷⁷⁰.

412. **La consécration de la protection de l'investisseur.** La justice a tranché : elle consacre la protection de l'investisseur. Bien évidemment, cet objectif serait fort louable, s'il ne se faisait pas au sacrifice du dépositaire. En effet, la Cour de cassation rappelle, comme la Cour d'appel, le caractère d'ordre public de cette obligation de restitution de résultat. Un auteur salue l'adoption d'une formulation plus épurée que celle de la Cour d'appel, notamment sur la suppression de la référence à l'appel public à l'épargne¹⁷⁷¹, inappropriée pour les OPCVM, même si en pratique il s'agissait d'investisseurs qualifiés¹⁷⁷². L'ordre public se justifie ici par le fait de sauvegarder l'épargne dans son ensemble¹⁷⁷³, peu importe la nature et la formation de l'investisseur.

rend plus proche de la formulation de la directive OPCVM IV : « Les fonctions de gestion et de dépositaire ne peuvent être exercées par la même société ».

¹⁷⁶⁷ « L'AMF en déduit que le législateur a voulu protéger les porteurs ou actionnaires d'OPCVM contre tout risque de conservation, rendant inopérant l'assouplissement du règlement général », S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68, page 542

¹⁷⁶⁸ S. GAOUAOUI, *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires*, Option Finance, 20 avril 2009, page 10

¹⁷⁶⁹ S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *op. cit.*, page 542

¹⁷⁷⁰ S. DUSSART, F. RODRIGUEZ, M. THOUCH, *op. cit.*, page 542

¹⁷⁷¹ Voir J.-J. DAIGRE, B. FRANCOIS, *Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne*, Revue des Sociétés, 2009, page 3

¹⁷⁷² I. RIASSETTO, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2010, n° 161, page 86 : « Toutefois, l'indication de l'objectif de protection de l'épargne est quelque peu maladroite, car les OPCVM concernés dans ces arrêts ne sont pas destinés au grand public, puisqu'ils appartiennent à la catégorie des OPCVM de gestion alternative – spécialement des OPCVA ARIA EL – réservés à des investisseurs qualifiés ou à des investisseurs dont la souscription minimale est fixée à 125 000 euros ».

¹⁷⁷³ Voir J.-J. DAIGRE, B. FRANCOIS, *Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne*, Revue des Sociétés, 2009, page 3

Alors que dans ce cas précis la protection pourrait sembler moins importante, elle demeure indispensable. L'ordre public porte au pinacle la protection de tout investisseur, puisqu'il s'oppose à ce qu'un contrat puisse déroger à l'obligation de restitution immédiate et de résultat du dépositaire initial, « c'est dire que l'obligation de restitution ne souffre aucune limitation indirecte tirée de la dépossession des actifs quelle qu'en soit la cause »¹⁷⁷⁴.

Le recours à l'ordre public pourrait être perçu comme un verrou supplémentaire, verrou national pour des raisons évidentes, mais pas uniquement. En effet, le projet de convention de La Haye de décembre 2002 retenait que le for avait le droit de faire prévaloir les règles d'ordre public de son système juridique à condition que la loi étrangère normalement applicable soit « manifestement contraire » à ces règles¹⁷⁷⁵. Serait-ce ici un moyen de s'assurer de l'inamovibilité de la règle établie, dans les tribunaux nationaux, mais également dans toute affaire internationale qui impliquerait un dépositaire français ?

413. **L'exclusion de toute dérogation contractuelle.** De toutes parts, des voix se sont élevées pour exprimer les doutes concernant cette décision¹⁷⁷⁶. Un de ses plus fervents détracteurs considère comme inconcevable que la convention conclue avec le sous-conservateur soit sans effet sur le régime des obligations du dépositaire initial, et appelle à une distinction entre « l'aménagement de la nature (ou de la portée) des obligations du dépositaire en matière de restitution, et l'extinction pure et simple de cette obligation du chef de la société de gestion »¹⁷⁷⁷. L'exclusion d'une dérogation contractuelle à la responsabilité du dépositaire ne présente aucune difficulté. En revanche

¹⁷⁷⁴ I. RIASSETTO, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2010, n° 161, page 86

¹⁷⁷⁵ M. GERMAIN, C. KESSEDJIAN, *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49 ; A. TENENBAUM, *Réflexions sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Revue des Sociétés, 2004, page 835

¹⁷⁷⁶ Voir notamment *Actualités jurisprudentielles*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 24

¹⁷⁷⁷ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

la situation est totalement différente lorsque la société de gestion, pour les besoins de sa gestion, et en toute indépendance, demande au dépositaire d'un fonds qu'elle gère, de confier à un sous-conservateur la conservation d'une partie des actifs aux fins de procurer des garanties (sous forme de nantissement ou d'un droit d'usage) sur ces actifs en considération de transactions conclues avec ce sous-conservateur. Il ne s'agit pas d'une prestation technique rendue par le sous-conservateur, mais d'un acte de quasi-disposition réalisée par la société de gestion, acte qui deviendra un acte de disposition si le nantissement fait l'objet d'une réalisation ou le sous-conservateur utilise les titres (c'est-à-dire en en disposant comme s'il en était propriétaire)¹⁷⁷⁸. Le Prime Broker n'intervient plus comme simple sous-conservateur, mais comme contrepartie économique du fonds¹⁷⁷⁹. Le fait pour la société de gestion de confier ses actifs au sous-conservateur est alors comparable à un acte de disposition, semblable « au regard de ces effets par rapport à l'obligation de restitution, à celle d'une vente pure et simple par la société de gestion, des actifs conservés par un dépositaire. On ne peut demander à ce dernier de restituer des actifs cédés par la société de gestion et qui ont quitté les livres dudit dépositaire »¹⁷⁸⁰. Si le contrat de Prime Brokerage n'emporte pas aménagement de la conservation des actifs par le dépositaire¹⁷⁸¹, il impacte néanmoins directement l'assiette de cette conservation¹⁷⁸². La Cour de cassation semble avoir confondu le caractère impératif des obligations du dépositaire et l'assiette de cette obligation, qui dépend entièrement des décisions de la société de gestion.

M. Philippe Goutay estime, à juste titre selon nous, que la Cour de cassation n'a pas tiré toutes les conséquences de ses propres observations. Elle note par exemple que « ni le fonds ni le dépositaire ne contestaient que la détermination du périmètre des actifs restituables par la Société Générale devait s'opérer en se référant à la convention de

¹⁷⁷⁸ G. BLANLUET, *La cession d'actions nanties*, Dalloz, 1999, page 109

¹⁷⁷⁹ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

¹⁷⁸⁰ P. GOUTAY, *op. cit.*, page 9

¹⁷⁸¹ S. PUEL, *Prime Brokerage, la réglementation évoluée*, Banque et Stratégie, n°224, 2005, page 13

¹⁷⁸² P. GOUTAY, *op. cit.*, page 9

« Prime Brokerage » », mais n'en déduit pas que la question de l'aménagement de la responsabilité du dépositaire porte seulement sur les actifs qui n'avaient pas fait l'objet d'un transfert dans les livres du sous-conservateur. « Ou dit autrement, c'est l'ensemble des actifs concernés par la convention de Prime Brokerage qui étaient soustraits à la conservation du dépositaire, et donc à son obligation de restitution, et pas seulement ceux qui auraient fait l'objet d'un acte de disposition en vertu de cette même convention »¹⁷⁸³.

Parmi les critiques les plus acerbes, un auteur estime qu'une telle solution pourrait remettre en cause le modèle économique du métier de dépositaire « à la française ». En effet, c'est une incitation à faire peser sur le dépositaire « une responsabilité démesurée »¹⁷⁸⁴. Dès lors, il considère « qu'il était souhaitable de pouvoir aménager par contrat l'étendue et les conditions de mise en jeu de cette responsabilité »¹⁷⁸⁵. Malheureusement, les récentes directives adoptent la solution inverse, et verrouille l'interdiction de dérogation contractuelle pour la responsabilité du dépositaire d'OPCVM coordonnés.

414. **La reconnaissance du dépositaire unique.** Voilà bien le paradoxe de cette solution ! D'une part, elle se fonde quasi exclusivement sur le droit commun : c'est l'obligation de restitution de résultat, inhérente au droit commun du dépôt, qui permet de qualifier la non restitution d'inexécution contractuelle. Les deux Cours s'en tiennent au mécanisme du droit civil, en rejetant toute nuance qui pourrait être issue de la pratique financière.

D'autre part, les deux juridictions se désolidarisent du droit commun en envisageant pour la première fois la reconnaissance du sous-conservateur en tant que tel. Par cette qualification de sous-conservateur et non de sous-dépositaire, les arrêts du 4

¹⁷⁸³ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

¹⁷⁸⁴ O. DOUVRELEUR, *Lehman Brothers Prime Broker*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2009, §23, page 62. Voir également avec une expression identique : A. PRÜM, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, Revue de Droit Bancaire et Financier, 2009, page 1

¹⁷⁸⁵ O. DOUVRELEUR, *op. cit.*, §23, page 62

mai 2010 consacrent cette analyse et écartent une application du régime général du contrat de dépôt dans les relations tripartites entre société de gestion, dépositaire et sous-conservateur¹⁷⁸⁶. Mais le juge interdit *de facto* la possibilité d'un sous-dépositaire au sens strict du terme. Si un tiers peut se voir confier la mission de conservation des actifs des mains du dépositaire initial, il ne peut en aucun cas combiner la mission de conservation avec la mission de contrôle incombant impérativement au dépositaire initial. Le terme de « sous-dépositaire » n'est qu'un abus de langage, et ne recoupe en réalité que les missions d'un sous-conservateur. En définitif, comme nous l'avons présenté plus haut, il ne peut y avoir qu'un seul dépositaire en toutes circonstances.

415. **De l'avenir d'une telle décision.** La jurisprudence française est parfaitement autonome et indépendante. Aucune instance ne peut forcer les juridictions françaises à opter pour une vision plus souple de la responsabilité. La Convention d'UNIDROIT avait d'ailleurs reconnu la faculté de chaque pays à déterminer les règles applicables en la matière¹⁷⁸⁷, faculté critiquée par la délégation française en raison de l'instabilité des régimes applicables¹⁷⁸⁸. Elle proposait plutôt d'interdire à un intermédiaire

¹⁷⁸⁶ M. STORCK, *Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2010, page 573 : « Le *Prime Broker* n'intervient pas en qualité de sous-dépositaire, car il n'est pas investi de la mission de surveillance de la société de gestion ni du contrôle de la régularité des opérations du FCP : il n'exécute qu'une partie des tâches incombant au dépositaire ».

¹⁷⁸⁷ Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009, Article 28 : « 1. Les obligations d'un intermédiaire en vertu de la présente Convention, y compris la manière dont un intermédiaire satisfait à ses obligations, peuvent être précisées par le droit non conventionnel et, dans la mesure permise par celui-ci, par la convention de compte ou par les règles uniformes d'un système de règlement-livraison. 2. Si le contenu d'une telle obligation est précisé par une disposition du droit non conventionnel ou, dans la mesure permise par celui-ci, de la convention de compte ou de règles uniformes d'un système de règlement-livraison, la conformité à cette disposition satisfait à cette obligation. 3. La responsabilité d'un intermédiaire relative à ses obligations est régie par le droit non conventionnel et, dans la mesure permise par celui-ci, par la convention de compte ou par les règles uniformes d'un système de règlement-livraison. 4. Un intermédiaire ne peut pas exclure sa responsabilité pour sa négligence grave ou sa faute intentionnelle ». La Convention d'UNIDROIT n'a donc pas vocation, sur cette question, à se substituer au droit national applicable. Au contraire, elle lui laisse le soin de fixer ses propres règles en la matière, et considère que le respect de ses règles satisfera le respect de la Convention.

¹⁷⁸⁸ En effet, cette dernière estimait que la liste de missions minimales proposée dans l'annexe 2 imposait un système de responsabilité plus encadré et précisé dans le texte de la Convention. Elle considérait que la rédaction de l'article 25 (devenu l'article 28 dans le texte final de la Convention d'UNIDROIT) sur les

de pouvoir limiter sa responsabilité au titre des missions déléguées, ce qui rapprocherait le régime de responsabilité au niveau international de celui retenu en droit français¹⁷⁸⁹.

Cette décision a néanmoins le mérite d'ouvrir le débat sur la nature et l'étendue de l'obligation de restitution du dépositaire, débat qui a aussi éclairé l'obligation de restitution du teneur de compte conservateur. Ce débat ne doit pas être considéré comme clos. Tant en raison des modifications quasi permanentes de l'AMF, permettant une adaptation en temps réel du contenu juridique aux spécificités de la pratique financière, que par l'émergence d'une harmonisation des régimes au niveau européen à travers plusieurs directives, cette solution ne peut pas être considérée comme une jurisprudence valable sur le long terme. Dès lors, une partie de la doctrine espère de futures décisions plus clémentes en faveur du dépositaire des titres, et qui seraient plus en adéquation avec le courant général des législations européennes. « Comptons sur le pragmatisme de notre autorité pour ne pas soutenir une position dont la radicalité la conduirait inévitablement à s'isoler dans le paysage européen et à perdre toute capacité de négociation sur ce texte qui doit trouver un compromis dans les semaines à venir »¹⁷⁹⁰. Ces auteurs doutent que cette jurisprudence ait un avenir : les initiatives convergent vers un réexamen global de la réglementation européenne applicable aux dépositaires, et d'aider la Commission à prendre des mesures appropriées, afin de mieux harmoniser les obligations des dépositaires en matière de conservation d'actifs et de contrôle¹⁷⁹¹. La sévérité de la Cour

obligations et responsabilités des intermédiaires n'était pas satisfaisante. « La possibilité de soumettre les obligations des intermédiaires au droit non conventionnel ou à la convention de compte est source d'incertitude légale et fait peser des risques sur la continuité de la chaîne d'intermédiation transfrontalière, par la création de potentiels « goulots d'étranglement » dans la transmission des droits le long de la chaîne. La possibilité, pour les intermédiaires, de réduire leurs obligations et responsabilités selon le droit non conventionnel devrait être dans tous les cas limitée par l'accomplissement de leurs obligations minimales telles que définies dans la proposition de rédaction de l'article 8 ». Voir les observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008), Annexe 2

¹⁷⁸⁹ Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés (Genève, 1-13 septembre 2008), Annexe 2

¹⁷⁹⁰ P. GOUTAY, *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132, page 9

¹⁷⁹¹ I. RIASSETTO, *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2010, n° 161, page 86

de cassation ne serait donc que passagère. Le dépositaire est ici condamné pour l'exemple, mais une telle décision ne saurait s'inscrire dans la durée, au risque de mettre en péril la compétitivité de la gestion d'actifs française¹⁷⁹², en imposant aux dépositaires une responsabilité qu'ils ne sont pas en mesure d'assurer.

Section 2. Une responsabilité excessive ?

416. **De l'équité d'une telle responsabilité.** Ce qui peut le plus inciter à la réflexion, c'est la notion de balance et d'équilibre dans les arrêts en présence. L'objectif du rendu d'une décision de justice est de rétablir la situation sociale dans une certaine normalité, par le prononcé d'une sanction équivalente à la faute commise ou un préjudice subi. La notion d'équité ne peut être absente d'un rendu de justice¹⁷⁹³. Même quand le droit ne statue pas en équité, l'expression de la loi témoigne de cette valeur psychologique de retour à l'équilibre que symbolise la justice. Or ici, le fait de condamner le dépositaire à la restitution intégrale des actions, en dépit du risque pris par l'investisseur d'une part¹⁷⁹⁴, et du choix du déposant d'avoir recours à un sous-conservateur d'autre part, ne semble pas tenir compte de cette indispensable équité. Quel est l'objectif du juge dans un tel prononcé ? Essaie-t-il de sécuriser ce qui ne peut pas être sécurisé¹⁷⁹⁵ ?

¹⁷⁹² M. CHERIF, *Ingénierie financière & Private Equity*, Revue Banque Edition, 2003, pages 21 et suivantes

¹⁷⁹³ Voir en ce sens P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, §117, page 550

¹⁷⁹⁴ C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indicielle face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciels actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 88

¹⁷⁹⁵ N. CUZACQ, *La difficile introduction des fonds de pension dans le droit positif français*, Paris I, 2000, page 200

417. **Des enjeux nouveaux.** Le dépôt de titres financiers subit inlassablement des influences multiples et contrastées. Le poids des directives et conventions évoquées plus haut est en perpétuelle augmentation, dans des marchés financiers de plus en plus globalisés. Si la France est partie et peut émettre certaines propositions, elle est liée par le texte définitif, qui ne suit pas toujours ses propres principes. L'objectif désormais incontournable des marchés est de restaurer la confiance, et pour ce faire d'assurer une protection plus grande des investisseurs. Le législateur impose aux déposataires une responsabilité pour laquelle ils n'étaient pas préparés et qui ne faisait pas partie de leurs attributions¹⁷⁹⁶, il présume la volonté du déposataire d'aller aussi loin dans le périmètre de ce qu'il souhaite accepter¹⁷⁹⁷, et omet qu'une telle volonté devrait avoir une cause¹⁷⁹⁸. Or une telle tâche ne serait que difficilement retenue comme ayant une cause, eu égard au coût de sa mise en pratique. Est-ce une responsabilité démesurée ? Restaurer la confiance à tout prix nécessite de trouver un coupable en cas de dysfonctionnement, mais cela risque de figer et crispier les déposataires, et décourager l'investissement¹⁷⁹⁹.

La jurisprudence française, par sa grande sévérité, impose cette nouvelle mission au déposataire des titres : assurer une perte éventuelle des actifs, même si cette perte n'est pas de son fait¹⁸⁰⁰. Cette jurisprudence, qui évince partiellement la question de l'imputabilité du dommage¹⁸⁰¹, est évidemment en faveur de la protection des investisseurs¹⁸⁰², non seulement pour la solution rendue en tant que telle, mais également

¹⁷⁹⁶ Sur l'impératif pour le déposataire d'accepter non seulement le principe du dépôt, mais également l'étendue des responsabilités qui en découlent, voir A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1038

¹⁷⁹⁷ A. RIEG, *Le rôle de la volonté dans l'acte juridique en droit civil français et allemand*, LGDJ, 1961, page 43 ; M. NICOD, L. IZAC, *Volonté individuelle et acte juridique : regard d'un privatiste sur le contrat*, in *De la volonté individuelle*, Presses de l'Université Toulouse I Capitole, 2009, page 193

¹⁷⁹⁸ A. RIEG, *Le rôle de la volonté dans l'acte juridique en droit civil français et allemand*, LGDJ, 1961, page 250

¹⁷⁹⁹ A. PRÜM, *Faillite de Lehman Brothers, les déposataires d'OPCVM sous pression*, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, 2009, page 1

¹⁸⁰⁰ C'est donc contraire à la simple recherche d'un responsable du dommage : J. SOURD, *L'obligation de sécurité en droit privé*, Bordeaux, 2004, pages 24 et suivantes

¹⁸⁰¹ V. ORSAT, *De l'imputabilité en matière de responsabilité civile*, Paris, 1912, pages 87 et suivantes

¹⁸⁰² S. GAOUAOU, *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des déposataires*, *Option Finance*, 20 avril 2009, page 10

parce qu'elle semble clarifier les règles en matière de responsabilité¹⁸⁰³. La solution consacre la protection de l'investisseur, mais pas seulement. Elle initie également un concept nouveau en matière financière et pourtant tellement moderne : le désir de vivre sans le moindre risque, ou du moins sans le moindre risque non garanti¹⁸⁰⁴.

418. **Un nouvel « assureur » du marché ?** Le dépositaire a désormais changé de casquette : d'intermédiaire, il est devenu « assureur de titres ». Pour ceux que l'appellation pourrait effrayer, une simple démonstration juridique suffit à convaincre qu'elle n'est pas exagérée. Le droit retient que la sanction¹⁸⁰⁵ d'une faute est la réparation du ou des préjudices causés¹⁸⁰⁶, afin de rétablir un certain équilibre économique et social¹⁸⁰⁷. Cette notion de réparation est donc profondément liée à la conception de préjudice. Or une telle sanction n'a de sens que si le postulat de départ retient que le préjudice est une situation anormale. La normalité est le déroulement optimal des obligations, et le préjudice est l'événement malheureux qu'il s'agit de rectifier. Dans cette configuration seulement, la sanction en cas de préjudice est justifiée. Mais que se passe-t-il en cas de préjudice prévisible¹⁸⁰⁸, c'est-à-dire lorsque le risque de préjudice est si élevé que sa survenance devient un événement normal¹⁸⁰⁹ ? Alors le fait de réparer le préjudice

¹⁸⁰³ Voir en ce sens J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9 : « La protection de l'investisseur résulte de la capacité d'une place financière à lui apporter des produits obéissant à des règles claires et appréhendables, qui permettent un bon niveau d'information, gérés dans un cadre sécurisé, notamment vis-à-vis des conflits d'intérêt, et distribués de façon adaptée à ses besoins ».

¹⁸⁰⁴ J.JULIEN, préface dans L. MAZEAU, *La responsabilité civile des professionnels exploitant une activité à risque*, PUAM, 2013, page 11 : « A la manière d'une règle mathématique non écrite, il y a une corrélation nette entre le degré de sécurité d'une société, qui va croissant, et le seuil de tolérance des individus face à l'échec, qui va diminuant. Le fatalisme est relégué à des temps passés, et la « créance » de sécurité, d'intégrité devient impérieuse ».

¹⁸⁰⁵ Mais là encore, la notion de sanction est fluctuante. Voir V. ORSAT, *De l'imputabilité en matière de responsabilité civile*, Paris, 1912, page 2 : « En morale, la sanction consiste dans la réprobation soulevée par un acte contraire à la loi morale ; en droit pénal, c'est une peine, c'est-à-dire un mal atteignant un individu dans sa personne, dans sa liberté ou dans ses biens à l'occasion d'un acte contraire à l'ordre public ou aux bonnes mœurs et réprimé comme tel par la loi pénale ; enfin, en droit civil, c'est l'obligation pour une personne de réparer un dommage causé en violation du droit d'autrui ».

¹⁸⁰⁶ P. BRUN, *Responsabilité civile extracontractuelle*, Litec LexisNexis, 2005, page 367

¹⁸⁰⁷ Voir en ce sens B. GROSS, *La notion d'obligation de garantie dans le droit des contrats*, Nancy, 1964, pages 319 et suivantes

¹⁸⁰⁸ Y. CHARTIER, *La réparation du préjudice dans la responsabilité civile*, Dalloz, 1983, §59 et suivants

¹⁸⁰⁹ Cette supposition est d'ores-et-déjà à nuancer au regard de la jurisprudence.

n'appartient plus à un mécanisme de sanction, mais à un mécanisme d'assurance¹⁸¹⁰. L'assureur sait qu'un tel risque peut se produire facilement, fréquemment, dans l'ordre des choses et avec une grande probabilité. Il ne perçoit pas son obligation de réparer le dommage comme une sanction pour un fait qui ne lui est pas imputable, mais comme une activité professionnelle à part entière. Un auteur avait pu noter très justement cette tendance à substituer la sécurité sociale à la responsabilité, et à voir la réparation comme une « garantie de sécurité »¹⁸¹¹.

419. **Un assureur qui n'en est pas un.** Le soumettre à une telle responsabilité, c'est véritablement désigner le dépositaire comme bouc-émissaire, puisqu'il est qualifié « d'assureur » des titres *a posteriori*, et doit assumer la perte fortuite des actifs. Il devient « agent systémique »¹⁸¹², véritable fusible sacrifié à chaque effondrement du marché. Le terme d'assureur est d'ailleurs assez mal choisi. Assurer requiert une mutualisation des risques¹⁸¹³, c'est-à-dire le postulat que tous les risques encourus sont aléatoires et ne vont pas se produire au même moment. Le mécanisme d'assurance est alors mu par un principe de solidarité¹⁸¹⁴. Or la crise financière va à l'encontre de cette logique¹⁸¹⁵. Elle opère de manière soudaine, l'ensemble des préjudices ont lieu dans un laps de temps restreint, et cette concomitance crée un écroulement généralisé, pour lequel il ne peut pas exister d'assurance.

Retenir une telle responsabilité revient en quelques sortes à détourner la fonction

¹⁸¹⁰ Voir H. CLARET, *Contrats d'assurance et conflits de lois en droit communautaire*, Grenoble, 1993, page 52

¹⁸¹¹ R. SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951, §2 ter, page 3 : « Mais l'assurance des fautes, devenue nécessaire, a profondément modifié, et assez malheureusement, les bases de la responsabilité. Elle a tendu, en effet, à faire oublier aux tribunaux le primat de la faute comme source de responsabilité, la hiérarchie morale rendant responsable l'individu en faute, plutôt que celui qu'on charge simplement du risque d'une personne ou d'une chose. L'un et l'autre étant assurés, la responsabilité civile perd tout intérêt de sanction. Elle devient seulement une garantie de sécurité pour la victime ».

¹⁸¹² V. CATILLON, *Le droit face aux crises financières systémiques : le maintien des relations bancaires*, Paris, 2006, page 209

¹⁸¹³ B. BEIGNIER, *Droit des assurances*, Montchrestien, 2011, §11, page 15

¹⁸¹⁴ V. NICOLAS, *Droit des contrats d'assurance*, Economica, 2012, §12, page 9

¹⁸¹⁵ A.-C. MULLER, *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348

première de la responsabilité civile¹⁸¹⁶. Elle n'existe plus pour restaurer le préjudice subi par une faute, mais elle sert de garantie des titres pour leur propriétaire¹⁸¹⁷. Quelle étrange utilité que cette manipulation d'un mécanisme de droit commun, grâce à laquelle le déposant sait qu'il pourra actionner la responsabilité du dépositaire, même si aucune faute ne lui est imputable¹⁸¹⁸ !

420. **Un consentement *a posteriori* ?** La réflexion pourrait être poussée plus loin, en se demandant si une telle décision ne va pas à l'encontre des règles les plus fondamentales de formation du contrat de droit commun. En effet, au moment de la conclusion du contrat, le dépositaire doit avoir consenti au dépôt¹⁸¹⁹, ce qui implique non seulement de s'engager à garder la chose, mais également d'accepter d'assumer une obligation et une éventuelle responsabilité¹⁸²⁰. Il en découle l'obligation pour le dépositaire d'avoir une connaissance parfaite de l'objet déposé¹⁸²¹. Dès lors, le dépôt n'est

¹⁸¹⁶ Voir en ce sens H. LALOU, *Traité pratique de la responsabilité civile*, cinquième édition, Dalloz, 1955, page 120

¹⁸¹⁷ Voir par exemple B. STARCK, *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée*, Paris, 1947, pages 284 et suivantes, pages 329 et suivantes

¹⁸¹⁸ Cette spécificité a par exemple amené un auteur à nuancer son soutien à la jurisprudence actuelle. T. BONNEAU, *Conservation et responsabilité des dépositaires*, Droit des sociétés, mai 2009, n°5, repère 5 : « En raison de la liberté reconnue par ces textes, les droits internes peuvent faire peser une obligation absolue de restitution aux dépositaires, solution protectrice des investisseurs. Cette prétention est émise en droit interne et nous serions tenté de l'appuyer en relevant que la conservation est une obligation prévue par des textes de sorte que les dépositaire sont nécessairement en infraction avec ces textes dès lors qu'ils sont dans l'incapacité de restituer. Mais, dans le même temps, il convient de souligner que la restitution des actifs dont les dépositaires sont chargés de conserver ne doit pas être confondue avec la perte de valeurs desdits actifs : le dépositaire n'est pas responsable de la perte de valeur des actifs. Il ne l'est pas du seul fait qu'il est tenu d'une obligation de restitution. Il ne peut l'être que si on peut lui reprocher un manquement, et donc une faute, à son obligation de contrôle de la société de gestion qui est chargée de gérer les portefeuilles d'instruments financiers et de dépôts (cf. notamment, C. monét. Fin., L.214-15), étant précisé que cette faute devra être prouvée. Hors ce cas, le dépositaire n'a pas à supporter les conséquences financières de la dévaluation des actifs qu'il a la charge de conserver ».

¹⁸¹⁹ M.-H. MONSERIE-BON, J. JULIEN, *Droit des obligations*, Ellipses, 2002, page 34

¹⁸²⁰ A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, §1038

¹⁸²¹ O. FARDOUX, J.-C. PLANQUE, *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2001, page 92 et suivantes. Par exemple, le dépositaire n'est pas tenu d'indemniser la perte d'objets qui se trouvaient dans une voiture acceptée en dépôt et dont il ignorait l'existence.

pas formé par une simple tolérance¹⁸²². De manière plus générale, le droit commun retient qu'un contrat commutatif ne peut pas être déséquilibré : à partir du moment où le contenu de l'échange a reçu l'assentiment des parties, la question de son caractère équilibré ou non ne se pose tout simplement pas¹⁸²³. Mais cela implique que les parties au contrat savent exactement ce à quoi elles s'engagent (condition *sine qua none* à la validité du contrat), mais également que ce contenu ne vas pas varier dans le temps, sauf à réévaluer le consentement des parties au cours de cette évolution. Or ici, le dépositaire n'avait pas, au moment de la conclusion du contrat, conscience du degré de responsabilité qui lui était demandé en matière de garde des actifs. Peut-on alors véritablement considérer qu'il y a consenti en parfaite connaissance de cause ? L'intervention du juge ne remet-elle pas en cause l'équilibre global de ce contrat¹⁸²⁴ ? Le dépositaire pourrait-il invoquer l'erreur, dans la mesure où son consentement au moment du contrat n'était pas éclairé¹⁸²⁵, puisqu'il ignorait devoir assumer la charge de la perte de la chose ? Cette erreur serait effectivement capitale, puisqu'elle porterait bien ici sur la substance même de la chose, et serait bien de nature à dissuader le dépositaire de contracter¹⁸²⁶.

421. **Une responsabilité sans faute.** Puisque la mise en œuvre de cette obligation se traduit par l'obtention du résultat, on pourrait en déduire que cette obligation entraîne une responsabilité objective¹⁸²⁷, sans faute¹⁸²⁸. Elle rejoindrait ainsi la tendance générale à constater l'inaptitude de la faute à déterminer une responsabilité¹⁸²⁹. Il est admis en droit que si la faute est le fondement nécessaire et suffisant de la peine

¹⁸²² Cass. Civ. 1ère, 29 mars 1978, Bull I, n°126

¹⁸²³ G. LARDEUX, *L'équilibre du contrat*, PUAM, 2012, page 59

¹⁸²⁴ G. LARDEUX, *L'équilibre du contrat*, PUAM, 2012, page 64

¹⁸²⁵ Voir en ce sens J. JULIEN, *Droit des obligations*, deuxième édition, Larcier, 2014, §85, page 69

¹⁸²⁶ J. JULIEN, *Droit des obligations*, deuxième édition, Larcier, 2014, §85, page 71

¹⁸²⁷ L. MAZEAU, *La responsabilité civile des professionnels exploitant une activité à risque*, PUAM, 2013, page 100

¹⁸²⁸ Nous serons alors à l'opposé de la trajectoire historique du dépôt, puisqu'en droit romain, le dépositaire ne répondait même pas de ses simples fautes. La raison en était que non seulement le contrat était gratuit et n'incitait pas à une grande sévérité, mais qu'au demeurant le dépositaire était entièrement désintéressé au contrat, et n'y consentait que dans l'intérêt du déposant. Voir en ce sens C. ACCARIAS, *Précis de droit romain*, F. PICHON, Paris, 1886, §597, pages 259-260

¹⁸²⁹ L. MAZEAU, *op. cit.*, page 100

privée, le préjudice est seul nécessaire à l'obtention d'une réparation¹⁸³⁰. Suivant la définition de la faute qui nécessite un fait illicite et l'imputabilité de ce fait à un auteur¹⁸³¹, la question de l'imputabilité de la perte au dépositaire pourrait alors être posée pour appuyer cette démonstration. Certains auteurs refusent cette théorie en bloc, en retenant que dans pareil cas, la faute du débiteur contractuel est toujours nécessaire pour que sa responsabilité soit engagée¹⁸³² : « elle consiste à n'avoir point exécuté ce à quoi il s'était engagé volontairement, alors qu'il n'en a pas été empêché par la force majeure »¹⁸³³. Cette conception peut venir remettre en cause la notion d'obligation de résultat telle que présentée en matière de dépositaire d'OPCVM, car dans la situation qu'a eu à traiter la Cour d'appel de Paris, la faute n'est même plus recherchée, et le simple fait que l'obligation de restitution immédiate ne puisse pas être mise en œuvre suffit à engager la responsabilité du dépositaire. De même, le fait que le sous-conservateur n'a pas encore restitué les actifs au dépositaire ne semble pas constituer une dérogation au principe de restitution immédiate, comme le précise l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 mai 2010 : « le principe même de la responsabilité du dépositaire [...] oblige le dépositaire à restituer à l'OPCVM les actifs bloqués chez le sous conservateur sans attendre que ce dernier les lui ait préalablement restitués »¹⁸³⁴.

L'obligation de restitution est reconnue par la doctrine comme une obligation de résultat : ne pas pouvoir rendre la chose déposée est en telle contradiction avec le but du contrat, que le dépositaire ne peut se délier que par la preuve d'un cas de force majeure¹⁸³⁵. Dans la présomption de faute, l'auteur présumé de la faute peut se décharger en établissant l'absence de faute de sa part, ce qui n'est pas le cas en l'espèce. « Il s'agit

¹⁸³⁰ M.-E. ROUJOU de BOUBÉE, *Essai sur la notion de réparation*, LGDJ, 1974, pages 59 et 69

¹⁸³¹ P. MALINVAUD, D. FENOUILLET, M. MEKKI, *Droit des obligations*, treizième édition, LexisNexis, 2014, §609 page 482 et §612 page 486

¹⁸³² Voir également sur la théorie du risque F. CHABAS, *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998, pages 444 et suivantes

¹⁸³³ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3222. Voir également P. MALAURIE, L. AYNES, P. STOFFEL-MUNCK, *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013, page 500

¹⁸³⁴ Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14975

¹⁸³⁵ B. STARCK, H. ROLAND, L. BOYER, *Droit civil Les obligations 2. Contrat*, sixième édition, Litec, 1998, §1200, page 417

donc, en réalité, d'une présomption de responsabilité (plus exactement d'imputabilité : faute + causalité), puisque dans cette dernière la présomption n'est écartée que par la preuve d'une cause étrangère »¹⁸³⁶.

Section 3. Un cas de force majeure ?

422. **Introduction.** La seule exception à ce principe semble donc véritablement être le cas de la force majeure¹⁸³⁷, c'est-à-dire l'ultime exception opposable dans les cas de responsabilité les plus sévères¹⁸³⁸. Comme le rappelle un auteur sur le transfert de risque, le contrat de dépôt transfère la charge du risque de perte ou de destruction de la chose sur le dépositaire¹⁸³⁹. La propriété et la charge des risques inhérents à la chose ont, pour un temps, des titulaires distincts. Par le seul fait qu'il n'a pas restitué « identiquement la chose même qu'il a reçue », le dépositaire engage sa responsabilité. Cependant, en cas de force majeure, il est libéré de son obligation, sauf à avoir été mis en demeure. « Cette disposition rappelle que le transfert des risques s'opère dans un cadre contractuel¹⁸⁴⁰ et qu'à l'impossible nul n'est tenu »¹⁸⁴¹. Pourrait-on retenir l'existence d'un cas de force majeure dans la situation si particulière d'une crise financière ? S'il était avéré, serait-il de nature à dégager le dépositaire de sa

¹⁸³⁶ P. LE TOURNEAU, L. CADIET, *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002/2003, §3235

¹⁸³⁷ G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1119, page 573 ; P. WIGNY, *Responsabilité contractuelle et force majeure*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1935, page 19

¹⁸³⁸ P. WIGNY, *Responsabilité contractuelle et force majeure*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1935, page 19

¹⁸³⁹ Voir également C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indicielle face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciels actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 210 ; J. HEENEN, *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109.

¹⁸⁴⁰ Voir en ce sens A. BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien lextenso, 2013, page 109

¹⁸⁴¹ P. GOUTAY, *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998, page 180

responsabilité ?

423. **Une définition de la force majeure.** La force majeure se définit comme un événement imprévisible et irrésistible, provenant d'une cause extérieure au débiteur d'une obligation ou à l'auteur d'un dommage¹⁸⁴², et qui le libère de son obligation ou l'exonère de sa responsabilité¹⁸⁴³. Le droit français emploie indifféremment les expressions « cas fortuit »¹⁸⁴⁴ et « force majeure »¹⁸⁴⁵, bien que le cas fortuit désigne « la circonstance imprévisible et généralement soudaine qui imprime une direction délictuelle à l'activité d'un individu »^{1846 1847}. En matière de force majeure, l'accent est mis sur le caractère irrésistible de l'événement¹⁸⁴⁸. Elle évoque plus directement la « force supérieure à celle de l'homme -le *vis major*- qui l'empêche d'agir comme il l'aurait voulu ou le contraint à faire ce qu'il ne voulait pas », et désigne non seulement les événements naturels¹⁸⁴⁹ ou anonymes¹⁸⁵⁰, mais aussi toutes les causes revêtant les caractères qui lui sont nécessaires pour produire son effet exonératoire¹⁸⁵¹.

Ainsi, en matière de responsabilité civile, la force majeure désigne l'événement qui, d'une part, a eu sur la réalisation du dommage une influence si déterminante qu'il a rendu pratiquement négligeable le rôle des autres conditions et qui, d'autre part, a rendu impossible l'exécution des obligations du débiteur ou le respect des droits s'imposant normalement à l'agent¹⁸⁵². « C'est pourquoi, conformément à l'adage « A l'impossible nul

¹⁸⁴² Force de la nature, fait d'un tiers, fait du prince

¹⁸⁴³ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 362

¹⁸⁴⁴ E. BOURGOUIN, *Essai sur la distinction du cas fortuit et de la force majeure*, Lyon, 1902, page 92

¹⁸⁴⁵ R. SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951, §182, page 228

¹⁸⁴⁶ H. BAUDRY, *La force majeure en droit pénal*, Lyon, 1938, page 129

¹⁸⁴⁷ H. BAUDRY, *op. cit.*, page 129 : « En agissant, ou en s'abstenant volontairement (librement), il n'a commis aucune faute ».

¹⁸⁴⁸ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 362

¹⁸⁴⁹ Tremblement de terre, cyclone, foudre, inondation...

¹⁸⁵⁰ Guerre, émeute, attentat...

¹⁸⁵¹ H. LALOU, *Traité pratique de la responsabilité civile*, cinquième édition, Dalloz, 1955, page 125

¹⁸⁵² R. SALEILLES, *La théorie générale de l'obligation*, LGDJ, 1925, §24, page 21 : « On sait déjà que le cas fortuit en principe commence où finit la faute ; mais on sait aussi que la limite du cas fortuit, au point de vue tout au moins de la libération du débiteur, peut être reculée par suite d'une obligation de garantie expresse ou tacite ».

n'est tenu », on admet que la force majeure permet au défendeur d'échapper à toute responsabilité »¹⁸⁵³.

424. **Du caractère imprévisible.** La force majeure possède plusieurs caractères. Elle doit être imprévisible, irrésistible ou insurmontable pour le défendeur¹⁸⁵⁴. La Cour de cassation conserve en la matière un contrôle de qualification¹⁸⁵⁵. En matière d'imprévisibilité¹⁸⁵⁶, le droit retient à la fois la notion de prévoir l'événement, et celle de probabilité de sa survenance¹⁸⁵⁷. Il s'agit alors d'un critère d'évaluation et d'attribution des risques : « Informé de la probabilité de réalisation d'un événement perturbateur, le débiteur doit en informer son partenaire afin de gérer conventionnellement ce risque. A défaut il l'assure »¹⁸⁵⁸.

Qu'en est-il de l'affaire qui nous préoccupe ? En droit français, il a été jugé qu'un krach boursier était imprévisible, au motif qu'aucune analyse économique ne le laissait entrevoir¹⁸⁵⁹. En revanche, il a pu être jugé que la crise boursière ayant frappé les valeurs de l'économie virtuelle, en dépit de sa brutalité, ne revêtait pas les caractères de la force majeure¹⁸⁶⁰. Plus que jamais, les circonstances de fait sont indispensables pour qualifier la

¹⁸⁵³ G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, sous la direction de J. GHESTIN, *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013, §392, page 332

¹⁸⁵⁴ Cass. Civ. 3ième, 29 juin, 1988, Bull. Civ. III, n°119 ; Cass. Civ.. 3ième, 12 décembre 1990, Bull. Civ. III, n°260 ; RJDA 1991, n°92 ; Cass. Civ. 2ième, 5 janvier 1994, Bull. Civ. II, n°13 ; Cass. Civ. 1ère, 22 novembre 1994, Responsabilité civile et assurance, 1994, commentaire n°22 ; Cass. Civ. 2ième, 18 décembre 1995, Bull. Civ. II, n°315 ; Dalloz 1997, page 188, observation A. LACABARATS ; Cass. Civ. 2ième, 29 mai 1996, Bull. Civ. II, n°117 ; Responsabilité civile et assurance, 1998, commentaire n°244 ; Cass. Com., 25 novembre 1997, Bull. Civ. IV, n°308 ; Dalloz Affaires, 1998, page 65 ; Responsabilité civile et assurance, 1998, commentaire n°43 ; Revue Trimestrielle de Droit Civil 1998, page 386, observations P. JOURDAIN ; Cass. Crim. 1ère octobre 1997, Responsabilité civile et assurance, 1998, commentaire n°42 ; Cass. Civ. 3ième, 9 décembre 1998, Responsabilité civile et assurance, 1999, commentaire n°42

¹⁸⁵⁵ V. BORE, J. BORE, L. BORE, *La cassation en matière civile*, n° 65.157

¹⁸⁵⁶ Voir par exemple L. THIBIERGE, *Le contrat face à l'imprévu*, Economica, 2011, pages 26 et suivantes

¹⁸⁵⁷ P.-H. ANTONMATTEI, *Contribution à l'étude la force majeure*, LGDJ, 1992, §66, pages 51-52

¹⁸⁵⁸ P.-H. ANTONMATTEI, *op. cit.*, §72, page 55 ; V. ALLOUCH, *Nouvelles données sur la force majeure en matière contractuelle* (Mémoire de D.E.A.), Toulouse, 1999, page 30

¹⁸⁵⁹ Cass. Civ. 1ère, 16 février 1999 : Droit des sociétés, 1999, commentaire n°63, observation H. HOVASSE ; Revue de Droit Bancaire et Boursier, 1999, page 101, observations M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE. CA Limoges, 9 février 2005 : Juris-data, n°2005-27161 : Bull. Joly Bourse, 2005, page 270, §80, note L. RUET

¹⁸⁶⁰ Voir A. PRÜM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité*

situation de prévisible ou non. Pourtant, les dépositaires étaient-ils ici réellement capables de présager non seulement l'occurrence de la crise financière, mais également son impact direct et précis sur les titres dont ils avaient la détention ? Sont-ils les intervenants les plus pertinents pour effectuer cette sorte d'analyse, étant donné le recours à une sous-conservation des titres ? Nous pouvons en douter. En outre, le dépositaire n'est pas tenu d'informer le déposant de la fluctuation des marchés, et il n'est en aucun cas garant du cours des titres. Doit-il simplement l'informer de l'imminence d'une crise financière ? L'OPCVM étant un professionnel certainement bien informé, cette information est-elle pertinente ? En tout état de cause, la crise financière possède effectivement un caractère imprévisible.

425. **Du caractère irrésistible.** Sur le caractère irrésistible, il faut noter également une double qualification. Ce qui doit être évité, c'est non seulement l'événement, mais aussi les conséquences dommageables de cet événement¹⁸⁶¹. En la matière, la jurisprudence a toujours fait preuve d'une extrême sévérité, exigeant de l'événement invoqué qu'il empêche absolument l'agent de remplir son devoir ou le débiteur d'exécuter ses obligations¹⁸⁶². Le droit retient notamment qu'il s'agit d'une impossibilité absolue¹⁸⁶³ de se conformer au contrat, et rejette notamment les difficultés même graves¹⁸⁶⁴. En l'espèce, la crise financière crée une perte totale des actifs, et le dépositaire est effectivement dans une impossibilité absolue de restituer les titres.

426. **Les effets de la force majeure.** La force majeure entraîne une

civile, Bull. Joly Bourse, 2009, page 202

¹⁸⁶¹ R. SAVATIER, *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951, §187, page 232 : « Seconde question : le phénomène lui-même étant inévitable, ses conséquences mauvaises eussent-elles dû et pu être évitées par l'agent ? »

¹⁸⁶² G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, sous la direction de J. GHESTIN, *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013, §399, page 347

¹⁸⁶³ R. SALEILLES, *La théorie générale de l'obligation*, LGDJ, 1925, §24, page 21 : « Or, il s'agit de savoir ce qu'a entendu promettre le débiteur, et le projet présume qu'il a entendu promettre l'exécution dès qu'elle serait possible ne soi ; d'où il conclut que le cas fortuit, duquel dépendra la libération du débiteur, suppose l'impossibilité absolue, ou objective, pour parler comme les docteurs ».

¹⁸⁶⁴ H. BAUDRY, *La force majeure en droit pénal*, Lyon, 1938, pages 38 et suivantes

exonération de responsabilité¹⁸⁶⁵. Cette exonération est en principe totale¹⁸⁶⁶. Elle crée une extinction du contrat, qui n'empêche pas le maintien de rapports d'obligations¹⁸⁶⁷. La force majeure n'est ni une excuse, ni un fait justificatif, mais une cause de non-imputabilité : elle fait disparaître l'imputabilité morale d'une infraction¹⁸⁶⁸. Elle permet non seulement un effet libératoire pour la personne qui l'invoque, mais le dispense également de tous dommages et intérêts : « Il suffit de remarquer que les dommages-intérêts sont fondés sur la responsabilité, et celle-ci repose à son tour sur l'idée de faute. Or par essence la force majeure n'est-elle pas l'opposé même de la faute ; dès lors l'exonération de toute responsabilité qui en découle interdit toute allocation de dommages-intérêts du débiteur au créancier »¹⁸⁶⁹.

La qualification de force majeure ne détruit cependant pas tout fait générateur de responsabilité : « outre qu'en théorie peut subsister un comportement personnel éventuellement qualifié de fautif – que les standards de la force majeure ne peuvent anéantir, sauf à en étendre abusivement l'acception -, le fait de la chose survit à cette analyse »¹⁸⁷⁰. La faute du dépositaire serait-elle en mesure d'écarter la reconnaissance de la force majeure ? C'est en pratique improbable : la faute est issue de la non restitution des titres, or cette non restitution résulte directement de la situation de crise financière. En d'autres termes, la faute n'est pas concomitante au cas de force majeure, mais en serait sa conséquence directe, puisqu'en l'absence de crise financière le dépositaire ne connaîtrait aucun obstacle à la restitution des titres, restitution qui ne lui serait d'ailleurs pas demandée.

¹⁸⁶⁵ M.-H. MONSERIE-BON, J. JULIEN, *Droit des obligations*, Ellipses, 2002, page 126 ; T. GARE, C. GINESTET, *Droit pénal, Procédure pénale*, huitième édition, Dalloz, 2014, §253, page 149

¹⁸⁶⁶ G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, sous la direction de J. GHESTIN, *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013, §402, page 352

¹⁸⁶⁷ P.-H. ANTONMATTEI, *Contribution à l'étude la force majeure*, LGDJ, 1992, §239, page 172

¹⁸⁶⁸ H. BAUDRY, *La force majeure en droit pénal*, Lyon, 1938, page 152

¹⁸⁶⁹ R. FIATTE, *Les effets de la Force Majeure dans les Contrats*, Paris, 1932, page 90

¹⁸⁷⁰ P.-H. ANTONMATTEI, *Contribution à l'étude la force majeure*, LGDJ, 1992, §204, page 147

427. **Une suspension temporaire des obligations ?** La force majeure partielle entraîne une extinction de l'obligation du débiteur¹⁸⁷¹, tout comme la force majeure totale. En revanche la force majeure temporaire entraîne une suspension du contrat¹⁸⁷². Un arrêt retenait notamment qu'« en cas d'impossibilité momentanée, le débiteur n'est pas libéré, cette exécution est suspendue jusqu'au moment où l'impossibilité vient à cesser »¹⁸⁷³. Les obligations principales des parties sont paralysées ; seules restent quelques obligations nécessaires à la préservation du contrat et surtout demeure une obligation de faire cesser l'impossibilité¹⁸⁷⁴.

De plus, certains auteurs ont mis en avant la nécessité de prendre en compte la réalité économique des contractants : « ne peut-on songer à admettre une modération de l'indemnité lorsque la situation personnelle du responsable et l'importance du dommage sont telles qu'une réparation intégrale serait manifestement trop lourde pour lui. Par situation personnelle du responsable, nous entendons les ressources dont il dispose et corrélativement les charges qu'il doit assumer »¹⁸⁷⁵. Ici, le dépositaire serait-il simplement suspendu de son obligation de restitution ? Devrait-il restituer quand la situation financière générale le permettrait ? Mais alors, il n'y a plus de raison d'invoquer la force majeure qui serait inadaptée¹⁸⁷⁶, puisqu'en raison de la nature fongible des biens, le dépositaire a déjà l'obligation de restituer une chose de même nature et de même valeur en cas de perte de la chose initiale. Seule une exonération totale est définitive de la responsabilité serait ici pertinente.

¹⁸⁷¹ Mais il peut tout de même être chargé des cas fortuits, voir R. FIATTE, *Les effets de la Force Majeure dans les Contrats*, Paris, 1932, page 16.

¹⁸⁷² R. FIATTE, *Les effets de la Force Majeure dans les Contrats*, Paris, 1932, pages 61 et suivantes

¹⁸⁷³ Cass. Civ. 1ère, 24 février 1981, Dalloz 1982, page 479, note D. MARTIN ; Semaine Juridique 81 IV page 665 ; Revue Trimestrielle de Droit Civil 1992, page 392, observation J. MESTRE. Cass Com 27 mars 1990, Dalloz 1991, page 290, n°5, note F.-X. TESTU

¹⁸⁷⁴ C. CHABAS, *L'inexécution licite du contrat*, LGDJ, 2002, §351, page 340 : « Dans un droit qui tend de plus en plus à faire coopérer les parties, il est certain que cette obligation est impérative, à l'image de celle qu'a le créancier d'empêcher que le préjudice qu'il subit s'accroisse ».

¹⁸⁷⁵ M.-E. ROUJOU de BOUBÉE, *Essai sur la notion de réparation*, LGDJ, 1974, page 326

¹⁸⁷⁶ C. CHABAS, *L'inexécution licite du contrat*, LGDJ, 2002, pages 399 et suivantes

428. **Quels cas de force majeure ?** Le cas de force majeure n'est pas invoqué par le dépositaire dans les jurisprudences récentes. Nous pourrions nous demander pourquoi. Est-ce un simple oubli, ou bien la crainte qu'un tel argument ne soit pas retenu par les juridictions ? Il n'offre au regard des faits aucune certitude, et le juge ne retient pas systématiquement qu'une crise financière est un cas de force majeure. Il est hasardeux de considérer que le dépositaire aurait gain de cause en l'invoquant.

Mais si la crise financière n'est pas retenue comme un cas de force majeure, existe-il encore des cas susceptibles d'être qualifiés ainsi ? Les hypothèses sont minimes. Même en cas de faute inexcusable du sous-conservateur entraînant la perte des actifs, le dépositaire serait tout de même soumis à cette obligation de restitution de résultat. Que penser d'un problème informatique d'une telle ampleur qu'il rendrait impossible tout accès aux comptes de titres, ou plus simplement d'un piratage informatique de ces comptes ? A nouveau, la question de leur irrésistibilité n'étant pas totalement réglée, le dépositaire pourrait être dans la situation d'assumer la perte des actifs.

429. **Une responsabilité sans force majeure ?** En fait de sévérité, le droit français pourrait-il atteindre un extrême ? Si la crise financière n'est pas reconnue comme un cas de force majeure, et qu'à première vue aucune autre circonstance ne pourrait posséder les critères nécessaires à cette qualification, le constat serait dramatique. La responsabilité du dépositaire serait une responsabilité sans faute, sans dérogation contractuelle possible, et désormais sans cas de force majeure possible. En d'autres termes, aucune circonstance ne pourrait exonérer le dépositaire de sa responsabilité. Une telle position confirmerait son statut pour le moins fragile, sans aucune protection, sacrifié à la protection des investisseurs en cas de fluctuation extrême des cours entraînant une perte des actifs.

430. **Conclusion du Titre II.** C'est une sanction d'une extrême sévérité qui est ici choisie par la jurisprudence française. Elle rejette toute possibilité de dérogation contractuelle, impose la reconnaissance d'un dépositaire unique, et exclut une

division des responsabilités en fonction des différentes missions assurées par les intervenants. Même si le dépositaire n'a plus la détention des titres, il demeure soumis à une obligation de restitution de résultat. Le choix d'une telle jurisprudence place la France dans une position relativement isolée au regard des législations des pays européens et de la vision anglo-saxonne de cette responsabilité.

431. **Conclusion de la Partie III.** Le mécanisme de restitution est sensiblement le même en matière de dépôt de titres financiers et de dépôt de droit commun. Élément indispensable à son bon fonctionnement, son importance est reconnue dans les deux situations. Le juge se fonde même sur cette conception civiliste pour imposer une responsabilité sévère au dépositaire en cas de non restitution des actifs.

Mais cette qualification est mal habile, et cache maladroitement l'inadaptation de la règle de droit civil à une situation aussi complexe. Certes, l'application du droit commun n'est pas incohérente, mais elle est finalement assez peu pertinente au regard de la pratique et des circonstances exceptionnelles que constituent une crise systémique mondiale. Le dépositaire devient « assureur », « bouc-émissaire », sanctionné pour une obligation à laquelle il n'a pas consenti au moment de la conclusion du contrat. L'impératif de protection de l'investisseur est alors une bien mauvaise raison de rapprocher temporairement et par des moyens aussi grossiers le dépôt de titres financiers du dépôt de droit commun.

CONCLUSION

432. **L'aboutissement de cette recherche.** Malgré les éclaircissements que cette recherche a tenté d'apporter, la question de la place du droit commun dans le dépôt de titres financiers demeure d'une grande complexité¹⁸⁷⁷. Séparément, les deux éléments sont bien connus : le dépôt d'une part, les titres financiers d'autre part. Tant que ces actifs sont des biens matériels, le dépôt ne pose pas véritablement problème. Mais la dématérialisation a ouvert des possibilités infinies et démultiplié les échanges¹⁸⁷⁸. C'est l'évolution de ces titres qui crée la particularité du dépôt, et fait émerger de nouvelles interrogations sur la pertinence d'un dépôt de droit commun en la matière¹⁸⁷⁹. Le changement de nature des titres catalyse toutes ces interrogations.

433. **Plan.** Notre conclusion à cette analyse peut se décomposer en trois affirmations. Tout d'abord, le dépôt de titres financiers est un vrai dépôt au sens du droit commun (I). Mais pour des raisons évidentes, ce n'est plus un dépôt de droit commun

¹⁸⁷⁷ R. LIBCHABER, *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 89 : « Sans qu'on l'ait clairement perçu, le monde incorporel dans lequel la suppression des titres matériels nous a projetés oblige à reconsidérer les analyses juridiques qui paraissaient les mieux assises. C'est ainsi que la relation entre les intermédiaires financiers teneurs de compte et leurs clients s'est trouvée brutalement remise en cause. S'agirait-il encore d'un dépôt, alors que les titres sont devenus immatériels ? Et si la qualification ne se révélait pas appropriée, laquelle lui substituer, qui s'accorde à la perte de matière tout en rendant compte du rôle du teneur de compte ? »

¹⁸⁷⁸ Comme le rappelle le Doyen Ripert, « le capitalisme a fait une seconde invention presque aussi merveilleuse que celle des sociétés par actions, il a inventé les titres et les comptes. On en a connu sans doute de tout temps, mais c'est seulement à l'époque contemporaine que leur multiplication et leur diffusion ont réussi à créer des richesses nouvelles ». Voir G. RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, deuxième édition, LGDJ, 1951, n° 54

¹⁸⁷⁹ Voir par exemple J. LE CALVEZ, *Les formes des valeurs mobilières*, Juris Classeur, 1985, fascicule 112.20

(II), ce qui nous conduit à consacrer son indépendance par rapport au régime de droit commun (III).

I. Un vrai dépôt au sens du droit commun

434. **Plus qu'une influence.** Parler du droit commun comme d'une influence du dépôt de titres financiers est certainement minimiser le rôle fondateur qu'il a tenu dans l'élaboration du régime applicable¹⁸⁸⁰. Bien entendu, il n'est plus à l'origine des règles pratiques et modernes de fonctionnement de la tenue de compte-conservation ou de la tenue de position, mais le dépôt en lui-même reste ancré dans les fondements du Code Napoléonien¹⁸⁸¹. La nature des titres dicte le régime juridique applicable à leur détention précaire. C'est « la réalité du titre qui, bien que représenté seulement par une inscription en compte n'en demeure pas moins saisi par le droit comme un bien déterminé. C'est ce caractère de bien déterminé qui conduit à reconnaître que l'on est bien en présence d'un dépôt »¹⁸⁸².

435. **Un véritable dépôt.** Un déposant, un dépositaire, un objet déposé, une obligation de restituer à première demande : le principe est posé. Peu importe la nature de ce contrat et son évolution, il s'agit bien d'un dépôt¹⁸⁸³. Les grands axes du

¹⁸⁸⁰ R. LIBCHABER, *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 89 : « La qualification de dépôt s'est longtemps imposée parce que les banques assumaient une fonction effective de garde, où l'on pouvait voir l'essence du dépôt : garde, tout d'abord, des avoirs monétaires, pour éviter les risques encourus par une conservation domestique ; puis garde des titres vifs représentatifs des valeurs mobilières, en raison de ces mêmes risques domestiques, à quoi s'ajoutait l'avantage de transférer sur le dépositaire le soin de surveiller les évolutions des titres, par exemple pour détacher les coupons et percevoir les produits périodiques ».

¹⁸⁸¹ Le droit commun est le terreau fertile qui a permis au dépôt de titres de s'épanouir à partir d'une base saine et stable. La nature et la substance dudit dépôt a considérablement évolué, notamment par l'œuvre de la dématérialisation, mais l'origine du dépôt est incontestable et il en garde les grandes caractéristiques.

¹⁸⁸² F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, §702, page 495

¹⁸⁸³ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires,

dépôt financier émanent des articles du Code civil : c'est le cas de l'exigence d'une autorisation préalable du déposant, pour que le dépositaire puisse se servir de la chose déposée¹⁸⁸⁴, de l'obligation du dépositaire de restituer l'intégralité des choses déposées¹⁸⁸⁵, ou enfin de l'obligation de restitution immédiate de la chose déposée¹⁸⁸⁶, à la demande du déposant¹⁸⁸⁷. La qualification de dépôt au sens du droit commun n'est pas simplement une facilité de langage, mais une réalité matérielle.

A sa manière, la jurisprudence française confirme l'existence de ce dépôt, en condamnant le dépositaire pour l'absence de restitution. En mettant l'accent sur l'obligation de conservation des actifs¹⁸⁸⁸ et la restitution comme étant les obligations inhérentes au dépôt, elle reconnaît l'existence de ce dépôt¹⁸⁸⁹.

24 septembre 1998, n° 131, page 1470 : « Aussi bien, nous concluons sur ce point, en affirmant qu'il y a place, pour le contrat de dépôt en matière financière. C'est dans ce sens que s'est prononcé, par un motif décisive propre, dénué de toute équivoque, la Chambre criminelle de la Cour de cassation, dans son arrêt Tuffier, en décidant que « l'intermédiaire habilité, teneur de comptes et conservateur de valeurs mobilières, affilié à la SICOVAM sous le régime défini par la loi du 30 décembre 1981 et son décret d'application du 2 mai 1983, est lié à son client par un contrat de dépôt qui lui impose de conserver la contrepartie ; qu'il ne peut, sans le consentement du titulaire, accomplir sur ces valeurs que des actes d'administration ou des actes de gestion, à l'exclusion d'actes de disposition ayant pour effet d'intervenir la possession » ».

¹⁸⁸⁴ « Il ne peut se servir de la chose déposée, sans la permission expresse ou présumée du déposant », article 1930 du Code civil

¹⁸⁸⁵ « Le dépositaire doit rendre identiquement la chose même qu'il a reçue. Ainsi, le dépôt de sommes monnayées doit être rendu dans les mêmes espèces qu'il a été fait, soit dans le cas d'augmentation, soit dans le cas de diminution de leur valeur », article 1932 du Code civil

¹⁸⁸⁶ Cette restitution immédiate est issue du droit romain. L'idée selon laquelle le dépôt est effectué uniquement dans l'intérêt du déposant justifie le fait que le dépositaire n'a aucun intérêt à retenir le dépôt, et doit donc le restituer immédiatement à première demande : G. BAUDRY-LACANTINERIE, A. WAHL, *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900, §1051, page 587

¹⁸⁸⁷ « Le dépôt doit être remis au déposant aussitôt qu'il le réclame, lors même que le contrat aurait fixé un délai déterminé pour la restitution ; à moins qu'il n'existe, entre les mains du dépositaire, une saisie-arrêt ou une opposition à la restitution et au déplacement de la chose déposée », article 1944 du Code civil

¹⁸⁸⁸ Il s'agit d'un commentaire fréquent en doctrine. Voir par exemple A. PRÜM, I. RIASSETTO, *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 197

¹⁸⁸⁹ F.-G. TREBULLE, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, §704, page 497 : « Par ailleurs, la Cour de cassation a eu récemment la possibilité de dissiper les doutes et de refuser la qualité de dépositaire à une banque à laquelle on avait confié des valeurs mobilières ; Tout au contraire, elle a confirmé l'arrêt de la Cour d'appel de Colmar retenant que « la banque avait manqué à des obligations de dépositaire ainsi qu'à son devoir de non-ingérence ». Alertée par la doctrine, elle aurait pu rejeter cette notion de dépôt pour fonder autrement sa décision ; il faut observer qu'elle confirme l'arrêt et, partant, le fait que le banquier dépositaire de valeurs mobilières assume bien des « obligations de dépositaire » ».

II. L'éviction définitive du dépôt de droit commun

436. **Les limites du droit commun.** Cependant, le dépôt de titres financiers va au-delà d'une simple mission de garde au sens du droit commun. Ce n'est plus simplement un dépôt, il inclut d'autres obligations, et le dépositaire se voit attribuer de nouvelles missions, encore mal définies du point de vue juridique. L'alignement du régime du dépositaire sur celui bien connu de la tenue de compte conservation est une des mises en lumière de la difficulté qu'éprouve le législateur à établir un corps de règles complet et réaliste en ce qui concerne le dépositaire. La tendance consistant à calquer une notion peu connue sur un régime semblable et mieux établi montre bien le défaut de clarté des textes initiaux et leur manque d'exactitude, notamment par rapport à une réalité économique mouvante et difficile à suivre.

Cette lacune n'aurait presque rien de surprenant, si l'on en croit le commentaire de Pothier sur l'extrême plasticité du contrat de dépôt : « Le contrat de dépôt est de la classe de ceux qui se régissent par le pur droit naturel. C'est de ce droit que sont prises toutes les règles de ce contrat ; il n'est assujéti par le droit civil à aucune règle, ni aucune forme »¹⁸⁹⁰. En témoigne également la nécessité du recours croissant au Règlement Général de l'AMF plutôt qu'au Code monétaire et financier pour régler le statut du dépositaire¹⁸⁹¹.

437. **Un droit inadapté et inadaptable.** Le droit commun montre rapidement son inadaptation à une pratique aussi complexe. L'illusion persiste tant que les titres sont sous la forme matérielle, mais la dématérialisation finit de dévoiler la fiction juridique d'un droit déconnecté de la réalité. Un des plus flagrants exemples est le

¹⁸⁹⁰ Voir P.-Y. GAUTIER, *Le dépôt : exercice de qualification*, Revue des Contrats, 1er mars 2014, n°1, page 149

¹⁸⁹¹ En effet, les dispositions du Code monétaire et financier ne sont que des textes et des principes très généraux, très éloignés de la pratique. Il convient dès lors qu'à ce cadre juridique stable se greffent des dispositions venant faire le lien avec la réalité de la fonction de dépositaire. C'est à l'AMF, à travers les dispositions de son Règlement général, que revient donc le rôle d'intermédiaire entre ces deux aspects de la même réalité

recours croissant au sous-conservateur. Si cet intervenant est des plus discrets en droit commun et peu source d'incertitudes, il devient personnage central et concentre à lui seul une part remarquable des débats. Le droit commun ne peut plus faire face, et s'incline devant les directives européennes d'une plus grande malléabilité.

438. **Le rapport complexe au droit commun.** A partir des années 80 et de la dématérialisation, le dépôt de titres financiers commence un long processus d'émancipation de la tutelle civiliste. Mais à la moindre alerte, devant l'absence encore fréquente de règles pratiques, les principes les plus élémentaires du droit commun font leur grand retour¹⁸⁹². En matière de perte des actifs par un dépositaire qui ne détient plus ces actifs, le juge signe de la plume du droit civil une responsabilité totale, présumée sans faute¹⁸⁹³, et d'une grande sévérité¹⁸⁹⁴. Le droit commun triomphant retrouve l'espace d'un instant une mainmise sur le dépôt de titres financiers, mainmise que d'aucun s'empresse de qualifier de marginale et temporaire¹⁸⁹⁵.

¹⁸⁹² La jurisprudence est constante : CA Paris, neuvième chambre, section B, 16 mars 1995 : Banque et droit, mars-avril 1995, note F. PELTIER ; Bull. Joly Bourse, 1995, p. 193 §40, note S. MOUY et H. de VAUPLANE ; Cass. Crim, 30 mai 1996 : Juris-Data, n°1996-002195 ; Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1996, page 175, note M. GERMAIN et M.-F. FRISON-ROCHE ; Droit des sociétés, 1996, commentaire n°156, note H. HOVASSE ; Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 137, observation F. ZENATI ; Revue des sociétés, 1996, page 807, observation B. BOULOC ; Cass. Com., 19 février 2008 : Droit des sociétés, 2008, n°189, note T. BONNEAU ; Revue de Droit Bancaire et Financier, 2008, commentaire n°92, note A.-C. MULLER

¹⁸⁹³ Serait-elle une autre conséquence de l'absence de distinction du droit français entre le « dommage » et le « préjudice » ? Voir G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, sous la direction de J. GHESTIN, *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013, §246-1, page 3

¹⁸⁹⁴ Le fait même que le dépositaire ne puisse pas restituer la chose déposée suffit à engager sa responsabilité. On pourrait considérer qu'il s'agit d'une faute bien extraordinaire, puisqu'il en est responsable, mais qu'elle ne lui est pas imputable : L. SEGUR, *La notion de faute contractuelle en droit civil français*, Bordeaux, 1954, page 129 ; S. GAOUAOU, *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires*, Option Finance, 20 avril 2009, page 10

¹⁸⁹⁵ Sur ce point, nous pourrions d'ailleurs nous interroger sur le point de savoir si l'extrême sévérité des juges est uniquement due à une application stricte de l'obligation de restitution de la chose par le dépositaire de la chose confiée, ou bien si l'on retrouve en la matière une forme de systématisation de la qualification de dommage pour toute perte ou désavantage (voir G. VINEY, P. JOURDAIN, S. CARVAL, sous la direction de J. GHESTIN, *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013, §248, pages 17 et suivantes), qualification qui serait ici particulièrement concomitante avec l'obligation de protection des investisseurs. Puisque la qualification de dommage permet d'identifier un responsable au dommage, le dépositaire serait-il alors tout désigné pour assumer la perte de la chose ?

439. **Un droit isolé.** Il est vrai que la France est isolée dans cette décision. Une telle jurisprudence peut paraître inéquitable et discutable, en ce qu'elle impose au dépositaire une responsabilité colossale, alors que les autres acteurs du dépôt ne sont pas inquiétés outre mesure¹⁸⁹⁶. La majorité des pays européens et le droit américain optent pour des responsabilités moins contraignantes¹⁸⁹⁷, souvent partagées, plus difficiles à engager, notamment pour l'investisseur individuel¹⁸⁹⁸. Qu'importe, la France persiste, mais pour combien de temps ? Certes, la souveraineté des États l'autorise à prendre une telle décision. Mais les autres pays ne sont pas seulement observateurs, ils sont également parties aux directives et conventions qui forment le droit européen et international, et ils souhaitent voir leur propre opinion entérinée par un texte supranational¹⁸⁹⁹. La question du dépôt de titres financiers, et plus particulièrement celui du dépositaire, est l'objet d'une discorde constante au sein-même de l'Europe¹⁹⁰⁰. Si l'harmonisation des régimes a longtemps été considérée comme une utopie, elle devient progressivement une nécessité¹⁹⁰¹. Les textes sont en cours d'élaboration, et la question du dépôt de titres financiers est actuellement un des grands chantiers de réglementation

¹⁸⁹⁶ E. DEROBERT, *Pour une responsabilité proportionnée des dépositaires de fonds*, Revue Banque, janvier 2012, n°744, page 38 : « Pour autant, est-il nécessaire de rappeler que, d'une part, le dépositaire n'est pas à l'origine du choix d'un investissement – il s'agit bien évidemment de la responsabilité principale de la société de gestion-, et que d'autre part, il ne peut compenser d'éventuelles faiblesses de supervision, dans toutes les juridictions et en toutes circonstances, du fait de son éloignement structurel et géographique ? Imposer la généralisation des meilleures pratiques de marché est louable. En revanche, installer le dépositaire dans un rôle qui ne lui correspond pas et attendre de lui qu'il pallie toute défaillance en devenant l'assureur de tous les risques (hors celui de marché), dans une chaîne de plus en plus complexe et globalement peu contraignante pour les autres acteurs, correspond à un déni de la réalité du fonctionnement de l'industrie. Si la réglementation devait imposer un régime excessivement rigide, cela aurait pour conséquence de créer un sentiment de sécurité qui pourrait ne pas résister aux faits (par exemple la défaillance d'une Place financière importante). Avant même d'en arriver à ces extrémités, cela conduira probablement à des révisions de stratégie qui limiteront et renchériront l'offre dépositaire, au détriment de l'industrie européenne des fonds ». Voir également P. DELMAS SAINT-HILAIRE, *Le tiers à l'acte juridique*, LGDJ, 2000, page 117

¹⁸⁹⁷ F. ALLEN, A.-M. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, 2001, page 1461

¹⁸⁹⁸ S. GKANTINIS, *Regulation and Innovation : Comparing U.S. And European Equity Trading Markets*, Mémoire, Harvard Law School, 16 février 2006, page 29

¹⁸⁹⁹ Voir J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

¹⁹⁰⁰ F. BERTHAT, *La responsabilité des dépositaires, un sujet de discorde en Europe*, L'AGEFI, 18 juin 2009

¹⁹⁰¹ J.-P. MATTOUT, *Droit bancaire international*, Revue Banque éditeur, 2004

supranationale¹⁹⁰². L'obstination de la France pourrait-elle résister à une telle vague, et renoncer à voir dans le dépositaire un assureur des actifs ?

440. **Un véritable assureur.** Malgré une nette tendance à la diminution maximale voire à la disparition de tout aléa dans les contrats, en matière de titres financiers, la prise de risque acceptée par le déposant est importante et inhérente à la gestion d'actifs¹⁹⁰³. Devant un tel risque, la réparation systématique du préjudice de la perte des actifs n'est plus une sanction pour un événement exceptionnel, mais un simple mécanisme d'assurance^{1904 1905}. Il ne s'agit même plus d'un mécanisme de moralisation à travers des sanctions sévères car volontairement punitives¹⁹⁰⁶. Pourtant, cette obligation de sécurité à tout prix ne devrait pas déboucher sur un système inégalitaire¹⁹⁰⁷.

Le paradoxe est bien là : faire peser l'ensemble de la responsabilité de la perte sur une seule personne accroît le risque de crise systémique¹⁹⁰⁸. Si en période de crise financière il revient aux dépositaires d'assurer la perte des actifs, le montant de cette perte est si élevé qu'il mettrait sérieusement en danger leur stabilité, et leur faillite pourrait faire vaciller l'ensemble des marchés financiers¹⁹⁰⁹. Quant à cette nouvelle fonction

¹⁹⁰² CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function, page 2 : « CESR would like to emphasize that UCITS depositaries are a core element of European investment fund regulation »

¹⁹⁰³ C. MAZIERE-LEGRAND, *La gestion collective indicielle face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciels actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000, page 30

¹⁹⁰⁴ Voir en ce sens la définition-même de la réparation par G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, deuxième édition, PUF, 1990, page 705 : « Dédommagement d'un préjudice par la personne qui en est responsable civilement (d'où l'expression réparation civile ou responsabilité civile par opposition à responsabilité pénale) ; rétablissement de l'équilibre détruit par le dommage consistant à replacer, si possible, la victime dans la situation où elle serait si le dommage ne s'était pas produit ; désigne aussi bien l'action de réparer que le mode de réparation ».

¹⁹⁰⁵ En l'occurrence, il s'agit bien de l'opération par laquelle une personne s'engage (ou ici est contrainte) à effectuer une prestation, moyennant le versement d'une prime ou d'une cotisation (ici des dommages et intérêts), en cas de réalisation d'un risque, ce qui est la définition-même du mécanisme d'assurance. Voir en ce sens D. KRAJESKI, *Droit des assurances*, deuxième édition, Montchrestien, 2008, page 17

¹⁹⁰⁶ J. SOURD, *L'obligation de sécurité en droit privé*, Bordeaux, 2004, pages 339 et suivantes

¹⁹⁰⁷ J. SOURD, *op. cit.*, pages 78 et suivantes ; C. MOULOUNGUI, *Notions fondamentales du droit*, L'Harmattan, 2001, page 7

¹⁹⁰⁸ Voir en ce sens M. STORCK, *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, Mai-Juin 2009, n°3, page 76.

¹⁹⁰⁹ A. SOTIROPOULOU, K. DECKERT, *La responsabilité du dépositaire en droit de l'Union Européenne*,

d'assurance pour les dépositaires, elle serait bien évidemment répercutée sous forme d'augmentation des tarifs de la part de ces prestataires de services d'investissement. Or anticiper une telle perte aurait un prix colossal¹⁹¹⁰. Organiser une assurance aussi improbable ne peut pas être viable économiquement¹⁹¹¹, ou bien à des coûts exorbitants¹⁹¹².

Comme le rappelait M. le Doyen Bernard Beignier, l'assurance d'aujourd'hui n'est plus celle de 1930, et tout risque nouveau n'est pas nécessairement assurable¹⁹¹³. Considérer le dépositaire comme un assureur est une ineptie, puisque même dans un contrat d'assurance, chaque partie doit avoir un intérêt au contrat qui justifie son engagement¹⁹¹⁴. Quelle serait l'intérêt pour lui de risquer une faillite programmée et quasi-automatique au moindre affolement du marché ? Si la logique juridique est tout à fait louable ici, les conséquences économiques désastreuses devraient dissuader le législateur de mettre en place cette mesure matériellement irréalisable¹⁹¹⁵.

Revue Internationale des Services Financiers, 2014/1, page 46 : « Cet accroissement de la responsabilité des dépositaires serait pourtant de nature à engendrer des risques systémiques, singulièrement dans les situations de crise affectant les marchés. Si, par exemple, un sous-conservateur fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité le dépositaire sera tenu de restituer aux investisseurs les instruments financiers définitivement perdus ou leur payer un montant équivalent à cette perte, ce qui affectera nécessairement sa situation financière. Et la faillite subséquente d'un ou plusieurs dépositaires sur un marché donné pourrait à son tour ébranler le fonctionnement du marché en cause, avec d'éventuelles incidences sur la stabilité d'ensemble du système financier ».

¹⁹¹⁰ Cela sera économiquement incohérent, suivant l'opinion générale de B. JACQUILLAT, B. SOLNIK, C. PERIGNON, *Marchés financiers, Gestion de portefeuille, et des risques*, sixième édition, Dunod, Paris, 2014, pages 14 et suivantes

¹⁹¹¹ Elle bouleverserait fondamentalement l'économie du contrat : J. SCHMIDT-SZALEWSKI, *Droit des contrats*, Jurisprudence française, Litec, 1989, page 133

¹⁹¹² B. SCRIMGEOUR, *Assets or liabilities ? Custodian risk in the new paradigm*, Journal of Securities Operations & Custody, June 2011, Volume 4, Number 2, page 117 : « In the main, the attempts to shift liability away from the investor or manager to the depositary appear to be down to a low level of understanding of global custodian practices and deep pocket principles, rather than a true desire to protect the investor, which is hard to justify if the ultimate cost of providing the protection outweighs the benefits. At the end of the day, it is the investor who pays for increased regulatory protection and, to the extent increased fees are insufficient to pay for the increased risk the burden of any increased risk of failure of depositaries will fall on the depositaries' shareholders and ultimately, on taxpayers ». Voir également A. PRÜM, *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, Revue de Droit Bancaire et Financier, 2009, page 1

¹⁹¹³ B. BEIGNIER, *Droit des assurances*, Montchrestien, 2011, §9, page 13

¹⁹¹⁴ B. BEIGNIER, *op. cit.*, 2011, §196, page 226

¹⁹¹⁵ Voir en ce sens I. RIASSETTO, A. PRÜM, Bull. Joly Bourse, mai-juin 2009, § 28, page 191 : « Avant de préconiser une solution juridique à ces questions, il faut s'assurer qu'elle donne sens d'un point de vue économique ».

441. **La jurisprudence française : entre protection de l'investisseur et illusion de légitimité internationale.** Il serait illusoire de croire que la conjonction de cette jurisprudence française et des objectifs européens et internationaux de protection de l'investisseur puissent provoquer un retour en grâce du droit commun en la matière. Si le souhait de l'un peut être ponctuellement identique à la conséquence de l'autre, les deux visions de la responsabilité du dépositaire ne sont pas convergentes. Les commentaires de la jurisprudence française en sont la meilleure explication. Chacun voit dans cette décision la marque d'une protection accrue de l'investisseur¹⁹¹⁶, mais aucun auteur n'a loué une application irréprochable du droit commun. D'ailleurs, est-elle réellement en faveur des investisseurs ? Si d'aucun considère que protéger l'investisseur passe par lui offrir les outils adéquats pour faire des choix conscients et responsables¹⁹¹⁷, la conséquence est ici diamétralement opposée : au lieu de transformer le particulier en investisseur responsable, une garantie systématique quelles que soient les conséquences ne fait que l'infantiliser un peu plus, quitte à supprimer la notion de prise de risque inhérente à l'investissement sur les marchés financiers.

442. **Une période de latence.** Le droit européen et le droit international souhaitent répondre à certaines questions à un échelon supranational¹⁹¹⁸, et progressivement développer une base commune de plus en plus impérative et diversifiée. Le droit français devra s'adapter pour rester compétitif et ne pas s'isoler encore davantage¹⁹¹⁹, même si ces concepts ne correspondent pas aux principes de droit civil.

¹⁹¹⁶ A titre d'exemple, voir R. EISING, D. RASCH, P. ROZBICKA, *EU financial market regulation and stakeholder consultations*, Institute for European Studies, Université Libre de Bruxelles, Belgique, 18-19 avril 2013, page 1 : « restore confidence in the Europea Union and to boost consumer protection » ; M. STORCK, *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, Mai-Juin 2009, n°3, page 76 ; G. RAMEIX, *Gestion alternative: le modèle français est-il exportable?*, Les échos, 22 octobre 2009

¹⁹¹⁷ J.-M. DELION, *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9 : « Au-delà de ce constat, il faut rappeler que la protection de l'investisseur passe en fin de compte par la capacité de celui-ci à se servir des outils à sa disposition pour faire des choix conscients et responsables. L'éducation de l'investisseur apparaît ainsi comme une condition tout comme une conséquence du développement du métier de la gestion ».

¹⁹¹⁸ J. BENJAMIN, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000, pages 26 et suivantes

¹⁹¹⁹ Cette mouvance est d'ailleurs visible à travers la rédaction de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers. Deux auteurs font le commentaire suivant : « les rédacteurs de l'ordonnance

Peut-on alors considérer que l'on se situe dans une certaine mesure dans une période de latence ? L'ancien droit du dépôt de titres financiers n'est plus suffisamment stable pour assurer la pérennité du système, et l'harmonisation des règles européennes et internationales vient tout juste de s'amorcer¹⁹²⁰. Il ne s'agit peut-être que d'une question de temps, avant que l'on puisse décider définitivement quelle sera l'orientation prise par le dépôt de titres financiers, et par conséquent quelle conception du dépôt va prévaloir. Mais une chose est certaine, l'ancrage du droit commun est définitivement endommagé.

III. De l'indépendance du dépôt de titres financiers

443. **Reste-t-il encore une place pour le droit commun ?** Au regard de tous les arguments qui ont été invoqués au cours de cette étude, il est évident que la place réelle du droit commun dans le dépôt de titres financiers est désormais dérisoire. Le dépôt demeure un contrat « au sens du droit commun », mais ce n'est plus un contrat « de droit commun »¹⁹²¹. Si cette structure a permis d'abriter le fragile embryon de ce dépôt

ont voulu clarifier [le droit des instruments financiers] pour le rendre plus immédiatement compréhensible par ses utilisateurs, en particulier les étrangers, et, pour la même raison, l'aligner sur les normes européennes et les conventions internationales actuelles ou à venir. La préoccupation formelle a donc été première. Il est vrai que les mots ont leur importance ; dans le mouvement apparemment irrépessible d'uniformisation du droit financier mondial, l'identité des termes peut faciliter la compréhension et favoriser l'attractivité de notre droit, même si le risque est également celui de son affadissement ». Voir J.-J. DAIGRE, P. PAILLER, *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37

¹⁹²⁰ Voir en ce sens le Document Annexe 9 pour un récapitulatif chronologique de l'évolution de la fonction de dépositaire.

¹⁹²¹ A. GAUVIN, *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131, page 1470 : « force est d'admettre que le global custody ne peut s'analyser en un contrat de dépôt au sens du Code civil. Nous avons vu en effet, que le dépositaire peut se faire l'auteur d'actes supplémentaires, annexes à son obligation essentielle de conservation, sans pour autant dénaturer le dépôt, dès lors que lesdits actes sont nécessaires à la conservation des instruments financiers. Or, la conservation d'instruments financiers n'impose aucunement l'accomplissement par le dépositaire d'actes tels que le reporting, les opérations des excédents de liquidités. Ces opérations sont étrangères, détachées du contrat de dépôt, de sorte qu'elles sont de nature à entraîner sa requalification en un autre contrat. Ainsi, le global custody n'est pas seulement « une variante ambitieuse du métier de dépositaire », il est autre chose ».

particulier, il n'en reste plus aujourd'hui qu'une coquille vide¹⁹²², et un dépôt à l'étroit dans un système trop rigide.

444. **Une dernière illusion.** Le droit dans son ensemble tâtonne et hésite encore face à un problème si épineux. La solution juridique qui en découle est d'une infinie complexité, alors que la réalité économique est si simple¹⁹²³. Le gouffre entre la mission pratique du dépositaire et sa responsabilité juridique est encore loin d'être comblé. Si les débats doctrinaux cachent mal le malaise qui existe et l'inadaptabilité du droit, la réalité est implacable : un droit inadapté est un droit qui ne remplit plus sa fonction première¹⁹²⁴. Le civiliste est en terrain inconnu, et pour se rassurer, se raccroche à des concepts familiers. Car finalement, tout est simple : la pratique financière semble évidente, et le dépôt de droit commun est un mécanisme très

¹⁹²² R. LIBCHABER, *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 89 : « S'il y a aujourd'hui encore conservation de titres, ce ne peut plus être dans le sens ancien. Le dépôt de titres vifs rendait, en effet, aux clients le service de les placer à l'abri de la perte ou du vol, ainsi que du souci de devoir surveiller les titres pour en détacher les coupons. Cette perspective subjective a aujourd'hui perdu l'essentiel de sa signification : le dépôt ne peut plus s'entendre que dans une conception objective, qui substitue une garde juridique à la garde matérielle. Abstraction faite de l'intérêt et des souhaits des propriétaires des droits, les titres ne peuvent plus être entre leurs mains, ce qui signifie qu'il ne leur plus possible d'en faire une gestion autonome, les cédants de gré à gré ou percevant directement leurs droits pécuniaires ; les banques étant seules habilitées à en tenir les inscriptions, c'est par leur intermédiaire obligé que la vie des titres se déroulera. Aussi bien l'intervention du dépôt est-elle aujourd'hui inscrite dans la notion même de « titre », dans leur « code génétique », au motif déterminant qu'en vertu de la loi de 1981, la scripturalisation est devenue leur unique mode d'existence ».

¹⁹²³ R. LIBCHABER, *op. cit.*, page 89 : « il est manifeste que ce dépôt absorbe toutes les obligations annexes où ces auteurs sont tentés de déceler un louage d'ouvrage : l'inscription en compte comme le virement sont les conditions mêmes de la conservation, et ne sauraient être compris qu'à l'intérieur du dépôt ; on en dira quant de la perception des fruits, qui relève identiquement des obligations du dépositaire (C. civ., art 1936). On le voit, pour peu que l'on surmonte les réticences que l'incorporalité oppose à la qualification de dépôt, celle-ci rend un compte assez fidèle de la situation ».

¹⁹²⁴ Voir F. GENY, *Science et Technique en droit privé positif*, Sirey, 1915, pages 253-254 : « En effet, si élevée en soit la source, le droit objectif est destiné à s'adapter aux contingences de la vie. Et l'on peut se demander s'il ne leur est pas tellement hétérogène, qu'il se montre, en fait, incapable de les régenter, sans l'intermédiaire d'un instrument formel, qui, dût-il en subir la souveraineté inéluctable, demeurera, malgré tout, impuissant, à remplir efficacement son propre rôle. Prenant la question du point de vue pratique, on devra décider, notamment, si la loi positive conserve sa force obligatoire et sa valeur efficace, au regard d'une règle de droit, dont elle méconnaîtrait les préceptes impérieux, ou bien, au contraire, si tout individu, appelé à subir ou à mettre en œuvre semblable loi, demeure fondé à lui opposer la règle supérieure qu'elle outrage ? »

simple, voire trop simple et incomplet diront certains¹⁹²⁵. C'est l'adaptation de l'un à l'autre qui pose problème.

Les sources de discordance sont nombreuses. On compte notamment parmi elles la vaine comparaison du dépôt avec un contrat de prêt¹⁹²⁶, de mandat¹⁹²⁷, de commission, de sous-traitance¹⁹²⁸ ou d'entreprise. Quant aux titres financiers, la question du dépôt régulier ou irrégulier n'est pas totalement tranchée, tout comme la question de savoir si le droit octroyé est un droit de propriété ou un droit de créance¹⁹²⁹. L'obligation de restitution des actifs oscille encore entre une obligation de résultat et une obligation de moyens¹⁹³⁰, ce qui n'est pas sans conséquence sur la sévérité du régime de responsabilité du dépositaire. En définitive, le droit commun échoue à trancher définitivement toutes ces interrogations.

¹⁹²⁵ Voir T. HUC, *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tome XI*, F. PICHON, 1898, §226, page 289 : « D'après Pothier : « Le dépôt est un contrat par lequel l'un des contractants donne une chose à garder à l'autre qui s'en charge gratuitement et s'oblige à la rendre lorsqu'il en sera requis ». La définition était bonne et convenait au seul objet défini. Mais le Code ayant donné au séquestre, qui n'est pas un dépôt, la qualification de dépôt, la définition ne pouvait plus embrasser deux objets disparates quoique assez rapprochés. En conséquence les rédacteurs du Code civil ont effacé de la définition de Pothier tout ce qu'il y avait de caractéristique et lui ont substitué une formule sans précision ni signification ; [...] Cet acte est-il un contrat, un quasi-contrat ou autre chose ? La définition n'en dit rien ; est-il ou n'est-il pas gratuit ? On ne le sait pas. Le dépositaire devra-t-il restituer quand il en sera requis ? On ne le sait pas davantage ».

¹⁹²⁶ M. TROPLONG, *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845, §20, page 24

¹⁹²⁷ T. BONNEAU, *Droit des sociétés*, août-septembre 2008, §189, page 34 : « La relation du client et de son teneur de compte conservateur est traditionnellement analysée en un dépôt assorti accessoirement d'un contrat de mandat ou de commission ».

¹⁹²⁸ J. BAYLE-OTTENHEIM, A. LE TOMAS, A. SALLEZ, *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973, pages 43 et suivantes

¹⁹²⁹ C. LASSALAS, *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997, § 355, 356 et 357, page 179 et 180 : « Certains auteurs refusent de reconnaître au titulaire du compte un droit de propriété sur ses valeurs scripturales. Leur opinion se justifie par la disparition du titre papier, objet de propriété. En effet, un droit réel ne pourrait porter que sur un objet doué de « corporalité ». Or, l'inscription en compte ne saurait constituer un objet corporel. A priori, la critique d'un tel raisonnement semble difficile à conduire, sauf à considérer que la propriété ne postule pas nécessairement l'existence d'un bien corporel. A cet égard, il convient de relever que le législateur, à maintes reprises, a consacré l'existence d'un droit de propriété portant sur des actifs non tangibles, ce qui laisserait subsister un doute quand à la reconnaissance d'un droit de propriété portant sur les valeurs scripturales. Un droit se distingue des autres par son sujet et par son objet. « Le sujet d'un droit est la personne à qui il appartient, celle qui en est le titulaire, qui peut s'en prévaloir. L'objet d'un droit est la chose même dont il réalise l'utilité... », c'est-à-dire « ce sur quoi il porte ». Par conséquent, le droit de propriété a pour objet une chose puisque les droits réels s'exercent directement sur une chose. Pour les droits « matérialisés » par un titre, le sentiment prévaut que l'objet du droit de propriété serait le titre instrumentaire. Or, cette assertion doit être vérifiée : on peut effectivement concevoir que le véritable objet du droit de propriété n'est pas le titre instrumentaire, mais l'actif qu'il représente ».

¹⁹³⁰ G. FARJAT, *Droit privé de l'économie 2- Théorie des obligations*, PUF, 1975, page 336

Et ces questions purement nationales connaissent des issues décuplées lorsqu'elles sont multipliées à l'échelon européen et international¹⁹³¹.

445. **La multiplication des exceptions.** Par nature, le dépôt de titres financiers est la quintessence de la complexité. C'est déjà un dépôt particulier, car un dépôt collectif¹⁹³² : plusieurs déposants, plusieurs investisseurs finaux, parfois plusieurs dépositaires¹⁹³³. Mais il cumule plusieurs autres exceptions. C'est un dépôt irrégulier, portant sur un bien immatériel, dont le mode de propriété et de transmission est contesté. Ses obligations oscillent entre obligations de moyens et obligations de résultat. Il est à lui seul un concentré de toutes les exceptions. Cette complexité n'est-elle pas la raison

¹⁹³¹ Voir en ce sens l'argument parfaitement détaillé des conflits de lois en la matière, par J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières (Résumé de thèse)*, Paris, mai 2010, page 2 : « D'une part, la méthode indirecte de traitement de la relation internationale, méthode qualifiée de conflictualiste, permet de constater que le droit français du transfert de propriété des titres peut parfaitement s'adapter à toute règle de conflit qui pourrait être choisie en droit international. L'étude de la méthode de conflit de lois permet de mettre en lumière les difficultés qu'elle suscite lorsqu'elle est appliquée aux titres financiers. L'un des problèmes principaux résulte des hypothèses de surdétermination du facteur de rattachement, liés à la pluralité des catégories susceptibles d'appréhender un même rapport juridique. D'où l'importance de la qualification de la situation juridique en cause. Or, en droit international privé français, l'hypothèse d'un conflit relatif à la propriété de titres financiers est susceptible de mettre en jeu le régime international des biens meubles, celui des sociétés et enfin celui des contrats, qui sont soumis à des critères de rattachement différents. Mais les difficultés persistent encore au-delà, une fois la catégorie en cause déterminée. C'est alors la désignation de la loi applicable, dont l'application concrète est nécessaire afin de résoudre au fond la question posée, qui suscite l'interrogation. Si le régime international des biens meubles est en jeu, il faut alors procéder à la localisation des titres financiers et tenter de résoudre l'obstacle résultant de leur immatérialité. Si c'est le régime des sociétés qui a vocation à s'appliquer, il faut alors déterminer le lieu du siège social de l'émetteur, et résoudre les difficultés liées à sa modification éventuelle en cours de vie sociale. Enfin, le régime international du contrat suppose de rechercher la loi applicable à ce dernier en l'absence – rare il est vrai – de choix des parties. Détermination qui peut s'avérer redoutable dans le cas où le contrat ne se contente pas de mettre en œuvre une simple cession, comme en matière de pension ou de prêt de titres par exemple. C'est ce qui explique que des tentatives d'unification des règles de conflits aient été entreprises, tant à un niveau communautaire qu'à un niveau international, sous l'égide de la conférence de La Haye de droit international privé. Ces travaux révèlent toutefois des différences d'approches importantes, résultant de doubles visages qu'est susceptible de présenter le critère de rattachement choisi dans les deux cas, fondé sur la localisation de l'intermédiaire pertinent – approche dite *place of the relevant intermediary approach* (PRIMA). En raison de l'impasse à laquelle conduisent les solutions très différentes adoptées par ces projets, il n'existe pas à ce jour des règles unifiées de conflits de lois en matière de transfert internationaux de titres financiers ».

¹⁹³² Voir par exemple F.-C. JEANTET, *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161

¹⁹³³ A. ROUAST, *Essai sur la notion juridique de contrat collectif dans le droit des obligations*, Lyon, 1909, pages 87 et suivantes

première qui empêche de le reconnaître comme soumis à la généralité imprécise du droit commun ? Il est un dépôt basique, assorti d'une multitude d'autres éléments, que le droit a le plus grand mal à définir, et qui ne correspondent à aucun contrat connu. Comme le dépôt est le seul mécanisme que l'on peut vraiment identifier ici, il est judicieux de rester ancré dans l'appellation de « dépôt », mais de préciser qu'il se s'agit plus d'un dépôt de droit commun¹⁹³⁴.

446. **La consécration de l'indépendance du dépôt.** Le contrat de dépôt de titres financiers est très certainement plus proche d'un contrat obéissant à un droit spécial¹⁹³⁵, inspiré du droit commun mais désormais déconnecté de cette source. Nous sommes exactement dans la situation où l'originalité du contrat est si grande qu'il n'est pas possible de le rattacher, ne serait-ce que pour partie, à une catégorie juridique connue¹⁹³⁶. Quoi de plus évident, quand on considère que les titres financiers ont pu parfois être considérés comme des droits¹⁹³⁷ ou des biens¹⁹³⁸ *sui generis*.

¹⁹³⁴ B. TEYSSIE, *Les groupes de contrats*, LGDJ, 1975, §189, page 101

¹⁹³⁵ Voir en ce sens l'opinion de R. LIBCHABER, *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82, page 89 : « les titres dématérialisés sont sans conteste l'un de ces biens incorporels nouveaux, dont le régime juridique a été élaboré en dehors d'une référence explicite au droit commun. Dans la vivacité de cette discussion, il n'est pas impossible d'entendre les échos d'un autre conflit : celui qui oppose les tenants de régimes juridiques spéciaux, adaptés à la singularité des biens incorporels, aux partisans de leur rattachement au droit commun, c'est-à-dire à un droit des biens dont on reconnaîtrait enfin clairement qu'il s'applique aussi aux choses immatérielles ».

¹⁹³⁶ B. FAGES, *Droit des obligations*, quatrième édition, LGDJ Lextenso, 2013, §264, page 211 : « On dit que le contrat est *sui generis* (de son propre genre) ». Et d'ajouter : « Un tel échec à qualifier le contrat peut apparaître décevant, mais son constat, lorsqu'il s'impose, a au moins le mérite de rappeler que tous les genres de contrats ne sont inventés et connus depuis longtemps. La pratique continue tous les jours à créer des contrats inclassables ».

¹⁹³⁷ H. CAUSSE, *Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable*, Litec, 1993. F.-X. LUCAS rejette féroceement cette opinion. Voir F.-X. LUCAS, *Les transferts temporaires de valeurs mobilières, Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Nantes, 1997, page 217 : « Les valeurs mobilières, de même que les parts d'intérêt de sociétés de personnes sont des droits de créance. Au vrai, il n'y a pas là une révélation d'une grande nouveauté. Nombreux sont les ouvrages qui depuis déjà longtemps enseignent que l'actionnaire est créancier de la société ; quant à l'obligataire, nul n'en a jamais douté. La seule vérité, qui heurtera les convictions de ceux qui ne peuvent remettre en cause le dogme de l'incorporation du droit dans le titre, est que les valeurs mobilières ne sont rien de plus qu'un droit de créance ». Voir également J. GRANOTIER, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010, page 34 ; P. GOUTAY, *Titres au porteur et incorporation : réfutation d'une théorie*, Bull. Joly, 2001, §117, page 478.

¹⁹³⁸ F. DRUMMOND, *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Études de Droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, page 157

447. **De l'autonomie à l'indépendance.** Nombre d'auteurs ont d'ores-et-déjà pu remarquer cette nature particulière du dépôt de titres financiers. Mais l'analyser en ayant recours au droit commun est en définitive une tentative désespérée d'effectuer tant bien que mal ce rattachement. Aussi, devant l'échec flagrant des comparaisons les plus évidentes, reconnaît-on à ce dépôt si énigmatique une autonomie variable. La rattachement opère, mais concède une relative marge de manœuvre, tant pour lui permettre d'évoluer dans son propre sens, que pour admettre à demi mot l'impossibilité d'identifier cette part si mystérieuse de sa nature.

Or si cette étude doit nous convaincre d'une seule chose, c'est que le rattachement à la substance du droit commun est désormais obsolète. Les créations juridiques en la matière sont finalement soumises à des impératifs économiques, qui orientent considérablement l'évolution du régime applicable. C'est par ailleurs une caractéristique du droit des marchés financiers, présentés comme « un creuset inépuisable de création contractuelle »¹⁹³⁹. Ce n'est plus le droit commun qui possède une mainmise sur le dépôt de titres financiers, mais les nouveaux objectifs des marchés financiers¹⁹⁴⁰. L'ancrage en droit commun demeure indispensable¹⁹⁴¹, mais restreint à sa portion congrue.

C'est la raison pour laquelle il ne nous semble plus possible de parler d'une simple autonomie, mais plutôt de considérer une véritable indépendance du dépôt de titres financiers. Bien que l'usage du terme de « dépôt » reste pertinent pour les raisons que nous venons d'évoquer, il est totalement désolidarisé du socle de droit commun et n'en subit ni l'influence ni les contraintes. C'est ainsi un dépôt doté d'un dynamisme propre qui lui dicte son évolution.

¹⁹³⁹ F. PELTIER, *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997, page 147 : « Les marchés financiers semblent être un creuset inépuisable de création contractuelle. Ces contrats n'entrent toutefois que très rarement dans l'épure de contrats connus. L'innovation financière pourra souvent se résumer à une innovation contractuelle, les marchés financiers ne semblant s'accommoder que de contrats *sui generis* ».

¹⁹⁴⁰ Voir en ce sens S. SAINT-PE, *L'harmonisation européenne du droit des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2011, n°4, page 280

¹⁹⁴¹ F. PELTIER, *op. cit.*, page 156 : « Les difficultés de qualification des instruments financiers ne sont toutefois pas insurmontables. S'il semble bien que l'aboutissement de la qualification du contrat *sui generis* soit généralisée, pour autant l'analyse des instruments financiers reste possible à partir du droit des obligations ».

448. **Épilogue.** Nous espérons, par cette étude, avoir contribué à rassembler dans une même perspective l'ensemble des débats sur le sujet. Certes ils sont nombreux et d'une diversité infinie, mais il nous est apparu que seule leur analyse complète et simultanée permettait d'envisager l'interaction réelle entre le dépôt de titres financiers et le droit commun.

L'ambition n'a jamais été d'apporter une réponse définitive à ces questions, mais plutôt de suggérer une vision nouvelle du dépôt, qui prendrait en considération la moindre de ses subtilités. Si un rejet total du droit commun n'est pas souhaitable, la qualification de ce contrat comme un dépôt parfaitement indépendant nous semble la plus appropriée. Dans le respect de la source historiquement civiliste, elle offre au concept une dynamique nouvelle, qui ne manquera pas de faciliter toute qualification juridique, en meilleure adéquation avec son essor futur.

DOCUMENTS ANNEXES :

Récapitulatif chronologique de l'évolution de la définition de la mission de tenue de compte conservation par le dépositaire d'OPCVM

Droit national

Droit européen et conventionnel

Règlement général de l'AMF

Jurisprudence française

Directive OPCVM 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985	<ul style="list-style-type: none">• Mission de « garde des actifs » confiée au dépositaire
Directive DSI 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993	<ul style="list-style-type: none">• « conservation et administration » des actifs,• Qualifiés de services auxiliaires
Loi MAF n° 96-597 du 2 juillet 1996	<ul style="list-style-type: none">• Qualification de services connexes• Élaboration de règles de conduites très générales, et principalement destinées aux prestataires de services d'investissement• Évocation du contrôle qu'exerce les autorités financières sur les différents acteurs, et notamment ceux exerçant de l'intermédiation financière• Renvoi au Règlement général de l'AMF pour de plus amples précisions sur le régime applicable aux intermédiaires exerçant la conservation et l'administration des actifs
Projet de Convention de La	<ul style="list-style-type: none">• Ébauche de la notion d' « intermédiaire pertinent »

<p>Haye de Décembre 2002</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Consécration d'une possible dérogation aux règles conventionnelles, lorsque le droit national instaure une règle d'ordre public.
<p>Directive MIFID 2004/39/CEE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004</p>	<ul style="list-style-type: none"> • « conservation et administration d'instruments financiers pour le compte de clients, y compris la garde et les services connexes, comme la gestion de trésorerie/ de garantie » • Rappel de qualification de services auxiliaires
<p>Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Rappel de la définition générale de la mission de tenue de compte conservation du dépositaire d'OPCVM, puis précision de cette définition à l'aide d'une liste d'obligations auxquelles sont soumis l'intermédiaire financier • Présentation du cahier des charges et de l'exigence des moyens humains et matériels indispensable à l'exercice de cette activité • Présentation de la convention de dépositaire, et liste exhaustive des mentions exigée dans la rédaction de cette convention • Étude et procédure du cas particulier du changement de dépositaire d'OPCVM
<p>Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Reconnaissance de l'impératif d'une harmonisation des régimes au niveau européen, tant dans les premières lignes de la convention que dans le propos de la délégation française à ce sujet • Définition exhaustive du champ d'application de la Convention, tant en terme d'acteurs que dans les situations d'application de la Convention ; émergence du terme de « intermédiaire pertinent »

	<ul style="list-style-type: none">• Définition des différentes obligations de l'intermédiaire financier :<ul style="list-style-type: none">➤ conserver et protéger les actifs confiés➤ donner effet aux instructions du propriétaire du compte et lui transmettre régulièrement les dividendes➤ communiquer au titulaire du compte toute information susceptible d'avoir une incidence sur la gestion du compte➤ permettre à ses titulaires de comptes de jouir et d'exercer les droits• NB : une importante marge de manœuvre ainsi que des domaines exclusifs demeurent à la discrétion de chaque État adhérent• Même si un corps de règles communes commence à être esquissé par cette Convention, les États adhérents conservent une marge de manœuvre encore importante dans la mise en œuvre de ces règles• NB : effort particulier de définition, notamment de la connaissance d'un fait ou d'un droit, et de la bonne ou mauvaise foi ainsi que ses conséquences et sanctions• Étude approfondie du cas particulier de l'insolvabilité• <u>Avancée importante</u> : la Convention précise que la responsabilité engagée en cas de perte est celle du ou des titulaires de comptes (cette conception semble donc aller en sens inverse de celle retenue en
--	---

	<p>droit national, selon laquelle le dépositaire initial demeure responsable, même en cas d'existence d'un autre intermédiaire, en la personne du Prime Broker)</p> <ul style="list-style-type: none">• Faculté de dénonciation laissée aux États adhérents, et clause et procédure de révision insérée dans la Convention
CA Paris, 08 avril 2009, RG n°2008/22085, RG n° 2008/22106 et RG n°22218	<ul style="list-style-type: none">• Le dépositaire a en toutes circonstances une obligation de restitution des titres financiers.• La délégation de la garde à un sous-dépositaire ne remet pas en cause cette obligation.
Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187	<ul style="list-style-type: none">• La Cour de cassation confirme la solution de la Cour d'Appel.• Le recours à un sous-dépositaire n'opère pas une délégation parfaite, puisque le dépositaire ne transmet pas son obligation de contrôle.• Le défaut de libre disposition des titres en raison d'un nantissement ou d'une inscription sur un compte qui n'est pas tenu par le dépositaire, ou le fait que la sous-conservation soit imposée ne constituent pas une dérogation à la responsabilité du dépositaire de titres.
Directive 2011/61/UE du Parlement Européen et du Conseil du 8 juin 2011, dite Directive AIFM	<ul style="list-style-type: none">• Séparation des fonds d'investissement coordonnés et des fonds d'investissement alternatifs• Les fonds d'investissement alternatifs offrent des règles plus souples et moins contraignantes.• En matière de FIA, le dépositaire peut opter pour une dérogation contractuelle de responsabilité en cas de non restitution des actifs par son sous-

	conservateur.
Règlement général de l'AMF à jour au 27/10/15	<ul style="list-style-type: none">• Action du dépositaire dans l'intérêt de l'investisseur• Éviction des conflits d'intérêts• Définition accrue des actifs concernés par la tenue de compte conservateur : titres au porteur et titre nominatifs administrés, inscrits au nom du dépositaire de manière distincte de ses comptes propres dans les livres du dépositaire central• Rapprochement de la mission du dépositaire à celle d'un teneur de compte conservateur : conservation des actifs confiés, et exercice facilité de des droits attenants par les investisseurs• Exigence de bonne exécution des ordres de l'investisseur et interdiction d'utiliser les actifs confiés à des fins personnelles• Obligation d'information de l'investisseur• Obligation de restitution immédiate des actifs, à la demande de l'investisseur

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux

- ACCARIAS (C.), *Précis de droit romain*, F. PICHON, Paris, 1886
- ALLAND (D.), RIALS (S.), sous la direction de, *Dictionnaire de la culture juridique*, Lamy-PUF, 2003
- ANTONMATTEI (P.-H.), RAYNARD (J.), *Droit civil Contrats spéciaux*, septième édition, LexisNexis, 2013
- ATIAS (C.), *Le droit civil*, sixième édition, Que sais-je ?, PUF, 2001
- ATIAS (C.), *Droit civil, Les biens*, onzième édition, Litec, 2011
- AUBERT (J.-L.), SAVAUX (E.), *Introduction au droit et thèmes fondamentaux du droit civil*, quinzième édition, Sirey, 2014
- AUBRY (C.), RAU (C.), *Droit civil français*, par ESMEIN (P.), septième édition, Cosse, 1961
- AUZERO (G.), DOCKES (E.), *Droit du travail*, Dalloz, 2015
- BARBIERI (J.-J.), *Contrats civils, contrats commerciaux*, Masson Armand Colin, 1995
- BAUDRY-LACANTINERIE (G.), WAHL (A.), *Traité théorique et pratique de droit civil, De la société, du prêt, du dépôt*, deuxième édition, Sirey, 1900
- BAUDRY-LACANTINERIE (G.), *Traité théorique et pratique de Droit civil*, Sirey, 1905
- BEIGNIER (B.), *Droit des assurances*, Montchrestien, 2011
- BENABENT (A.), *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, dixième édition, Montchrestien Lextenso, 2013
- BERGEL (J.-L.), BRUSCHI (M.), CIMANONTI (S.), sous la direction de J. GHESTIN, *Les Biens*, deuxième édition, LGDJ Lextenso, 2010
- BONHOMME (R.), *Instruments de crédit et de paiement, Exercices pratiques*, huitième édition, LGDJ, 2013
- BONIS-GARCON (E.), PELTIER (V.), *Droit de la peine*, LexisNexis, 2011
- BONNEAU (T.), *Droit bancaire*, Domat droit privé, dixième édition,

Montchrestien, 2013

- BONNEAU (T.), DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, troisième édition, Economica, 2010
- BONNEAU (T.), *Aspects actuels du droit des affaires*, in *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003
- BORE (J.), BORE (L.), *La cassation en matière civile 2009-2010*, Dalloz Action, 2010
- BOUDINOT et FRADOT, *Technique et pratique bancaire*, quatrième édition, Sirey, 1982
- BOUTHINON-DUMAS (H.), *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, collection Droit & Économie, LGDJ, 2007
- BRUGGEMAN (M.), GLANDIER-LESCURE (N.), LACOUR (C.), *Droit de la famille*, deuxième édition, Ellipses, 2007
- BRUN (P.), *Responsabilité civile extracontractuelle*, Litec LexisNexis, 2005
- BRUNETTI-PONS (C.), *L'obligation de conservation dans les conventions*, PUF, 2003
- de LA BRUSLERIE (H.), *Gestion obligataire, Tome 1 : Marchés, taux d'intérêt et actifs financiers*, deuxième édition, Economica, 2002
- BUFFELAN-LANORE (Y.), LARRIBAU-TERNEYRE (V.), *Droit civil Les obligations*, quatorzième édition, Sirey, 2014
- BUREAU (D.), WATT (H.-M.), *Droit international privé*, troisième édition, PUF, 2007
- BUY (F.), *L'essentiel des grands arrêts du Droit des obligations*, Les Carrés Gualino, 2012-2013
- CABRILLAC (M.), *Le chèque et le virement*, cinquième édition, Litec, 1980
- CABRILLAC (M.), CABRILLAC (S.), MOULAY (C.), PETEL (P.), *Droit des sûretés*, neuvième édition, Litec, 2010
- CABRILLAC (R.), *Droit des obligations*, huitième édition, Dalloz Cours, 2008
- CAPITANT (H.), *De la cause des obligations*, deuxième édition, Dalloz, 1924
- CAPITANT (H.), TERRE (F.), LEQUETTE (Y.), *Les grands arrêts de la jurisprudence civile Tome 2 Obligations Contrats spéciaux Sûretés*, douzième édition, Dalloz, 2008
- CARBONNIER (J.), *Flexible droit, Pour une sociologie du droit sans rigueur*, septième édition, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1992
- CARBONNIER (J.), *Droit civil, Tome 2 Les biens Les obligations*, Quadrige

Presses Universitaires de France, 2004

- CHABAS (F.), *Leçons de Droit civil, Tome II, Premier volume, Les obligations théorie générale*, neuvième édition, Montchrestien, 1998
- CHAMOULAUD-TRAPIERS (A.), *Droit des biens*, deuxième édition, Bréal, 2007
- CHARDOILLET (E.), SALVAT (M.), TOURYOL DU CLOS (H.), *L'essentiel des marchés financiers, Front Office, Post-marché et Gestion des risques*, Groupe Eyrolles, 2010
- CHARTIER (Y.), *La réparation du préjudice dans la responsabilité civile*, Dalloz, 1983
- COLLARD DUTILLEUL (F.), DELEBECQUE (P.), *Contrats civils et commerciaux*, neuvième édition, Précis Dalloz, 2011
- CORNU (G.), *Vocabulaire juridique*, dixième édition, PUF, 2014
- COZIAN (M.), VIANDIER (A.), DEBOISSY (Y.), *Droit des sociétés*, vingt-deuxième édition, Litec, 2009
- DECOCQ (G.), GERARD (Y.), MOREL-MAROGUET (J.), *Droit bancaire*, Revue Banque édition, collection Master, 2011
- DEKEUWER-DEFOSSEZ (F.), MOREIL (S.), *Droit bancaire*, dixième édition, Mémentos Dalloz, 2010
- DELAMARE, LEPOITEVIN, *Traité de droit commercial*, sixième édition, 1866
- DEMANTE (A.-M.), COLMET de SANTERRE (E.), *Cours analytique du Code civil*, Paris, 1895
- DEMOGUE (R.), *Traité des obligations en général*, Librairie Arthur Rousseau, Paris, 1925
- DEMOGUE (R.), *Les Notions Fondamentales du Droit Privé, Essai critique*, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1911
- DEMOLOMBE (C.), *Cours de Code Napoléon*, troisième édition, Hachette, 1866
- DEROUSSIN (D.), *Histoire du droit des obligations*, Economica, 2007
- DEROUSSIN (D.), *Histoire du droit privé (XVIe-XXIe siècle)*, Ellipses, 2010
- DIDIER (P.), *Droit commercial, La monnaie, les valeurs mobilières, les effets de commerce*, Tome 3, PUF, 1999
- DIDIER (P.), *Les biens négociables*, in *Aspects actuels du droit des affaires, mélanges en l'honneur de Y. GUYON*, Dalloz, 2003, page 339
- DOMAT, *Les lois civiles dans leur ordre naturel, Titre VII Du dépôt et du Séquestre*, 1756

- DONDERO (B.), *Droit des sociétés*, troisième édition, Dalloz, 2013
- DUGUIT (L.), *Les transformations générales du droit privé depuis le code Napoléon*, deuxième édition, La Mémoire du Droit, 1999
- DUMOULIN (C.), *Opera quae extant omnia*, 1681
- FABRE-MAGNAN (M.), *Droit des obligations*, Presses Universitaires de France, 2008
- FAGES (B.), *Droit des obligations*, quatrième édition, LGDJ Lextenso, 2013
- FARDOUX (O.), PLANQUE (J.-C.), *Contrats spéciaux*, troisième édition, Lexifac Droit, 2011
- FARJAT (G.), *Droit privé de l'économie 2- Théorie des obligations*, PUF, 1975
- FERRONIERE (J.), de CHILLAZ (E.), *Les opérations de banque*, sixième édition, Dalloz, 1980
- FLOUR (J.), AUBERT (J.-L.), SAVAUX (E.), *Droit civil Les obligations, 1. L'acte juridique*, quinzième édition, Sirey, 2012
- FRANCOIS (J.), *Les obligations Régime général*, deuxième édition, Economica, 2011
- GARE (T.), GINESTET (C.), *Droit pénal, Procédure pénale*, huitième édition, Dalloz, 2014
- GAVALDA (C.), STOUFFLET (J.), *Droit bancaire*, huitième édition, Litec, Manuels, 2010
- GAZZANIGA (J.-L.), *Introduction historique au droit des obligations*, PUF, 1992
- GERMAIN (M.), *Traité de droit commercial, Les sociétés commerciales*, dix-neuvième édition, LGDJ, 2009
- GIBRILA (D.), *Droit des sociétés*, Ellipses, 2012
- GIFFARD (A.-E.), VILLERS (R.), *Droit romain et ancien droit français (obligations)*, quatrième édition, Dalloz, 1976
- GRYNBAUM (L.), *Droit civil, les obligations*, deuxième édition, Hachette, 2007
- GUILLIEN (R.), VINCENT (J.), sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, quinzième édition, Dalloz, 2005
- GUINCHARD (S.), sous la direction de , *Lexique des termes juridiques*, vingt-deuxième édition, Dalloz, 2014-2015
- GUYON (Y.), *Droit des affaires, Tome 1 Droit commercial général et Sociétés*, douzième édition, Economica, 2003
- HEAS (F.), *Droit du travail*, deuxième édition, Larcier, Bruxelles, 2013

- HEMARD (J.), TERRE (F.), MABILAT (P.), *Sociétés commerciales, Tome III Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Nullités. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, Dalloz, 1978
- HOUTCIEFF (D.), *Droit commercial, Actes de commerce, Commerçants, Fonds de commerce, Instruments de paiement et de crédit*, deuxième édition, Sirey Université, 2008
- HUC (T.), *Commentaire théorique & pratique du Code Civil, Tomes V, VIII, XI, XII, XIV*, F. PICHON, 1898
- HUET (J.), DECOCQ (G.), GRIMALDI (C.), LECUYER (H.), *Les principaux contrats spéciaux*, troisième édition, LGDJ Lextenso, 2012
- JACQUET (J.-M.), DELEBECQUE (P.), CORNELOUP (S.), *Droit du commerce international*, troisième édition, Précis Dalloz, 2015
- JEANTIN (M.), *Droit commercial Instruments de paiement et de crédit Entreprises en difficulté*, Précis Dalloz, 1988
- JULIEN (J.), MENDOZA-CAMINADE (A.), *Droit commercial*, LGDJ, 2013
- JULIEN (J.), *Droit des obligations*, deuxième édition, Larcier, 2014
- LACOUR (L.), BOUTERON (J.), *Précis de Droit commercial*, Dalloz, 1925
- LALOU (H.), *Traité pratique de la responsabilité civile*, cinquième édition, Dalloz, 1955
- LARROUMET (C.), *Droit civil, Tome II Les biens, Droits réels principaux*, cinquième édition, Economica, 2006
- LAURENT (F.), *Principes de droit civil français*, Bruylant-Christophe & Cie, 1878
- LE CANNU (P.), *Droit des sociétés*, vingt-quatrième édition, Montchrestien, 2011
- LE CANNU (P.), GRANIER (T.), ROUTIER (R.), *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit, Titrisation*, huitième édition, Précis Dalloz, 2010
- LECLERC (F.), *Droit des contrats spéciaux*, deuxième édition, LGDJ Lextenso Editions, 2012
- LEGAIS (D.), *Sûretés et garanties du crédit*, neuvième édition, LGDJ, 2013
- LE GALLOU (C.), *Droit des sûretés et droit des procédures collectives*, Larcier, 2012
- LE TOURNEAU (P.), FISCHER (J.), TRICOIRE (E.), *Principaux contrats civils et commerciaux*, Ellipses, 2005
- LE TOURNEAU (P.), CADIET (L.), *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2002-2003

- LE TOURNEAU (P.), *Droit de la responsabilité et des contrats*, Dalloz action, 2008-2009
- LEVY (J.-P.), CASTALDO (A.), *Histoire du droit civil*, deuxième édition, Dalloz, 2010
- *Lexique des termes juridiques*, quatorzième édition, Dalloz, 2014-2015
- MAGNIER (V.), *Droit des sociétés*, sixième édition, Dalloz, 2013
- MAINGUY (D.), *Contrats spéciaux*, huitième édition, Dalloz, Paris, 2012
- MALABAT (V.), *Droit pénal spécial*, sixième édition, Dalloz, 2013
- MALAURIE (M.), *Les restitutions en droit civil*, Editions Cujas, 1991
- MALAURIE (P.), AYNES (L.), STOFFEL-MUNCK (P.), *Les obligations*, sixième édition, LGDJ Lextenso, 2013
- MALAURIE (P.), AYNES (L.), GAUTIER (P.-Y.), *Les contrats spéciaux*, LGDJ Lextenso Editions, 2014
- MALINVAUD (P.), FENOUILLET (D.), *Droit des obligations*, onzième édition, Lexis Nexis, 2010
- MALINVAUD (P.), FENOUILLET (D.), MEKKI (M.), *Droit des obligations*, treizième édition, LexisNexis, 2014
- MARTY (G.), RAYNAUD (P.), JESTAZ (P.), *Droit civil, Tome 2 les obligations*, deuxième édition, Sirey, 1989
- MATTOUT (J.-P.), *Droit bancaire international*, Revue Banque éditeur, 2004
- MAYER (P.), HEUZE (V.), *Droit international privé*, onzième édition, LGDJ, 2014
- MAZEAUD (H.), MAZEAUD (L.), MAZEAUD (J.), GIANVITTI (F.), *Leçon de droit civil, tome 2, volume 2, Les biens*, Montchrestien, 1984
- MERVILLE (A.-D.), *Droit financier*, deuxième édition, Gualino éditions, 2015
- MONSERIE-BON (M.-H.), JULIEN (J.), *Droit des obligations*, Ellipses, 2002
- MONTARVAL (H.), *Manuel des opérations commerciales et financières de banque et de bourse*, deuxième édition, Librairie des sciences politiques et sociales, 1925
- MURAT (P.), *Droit de la famille*, sixième édition, Dalloz Action, 2014
- NEAU-LEDUC (P.), *Droit bancaire*, quatrième édition, Cours Dalloz, Droit privé, 2010
- NEIRINCK (C.), *L'état civil dans tous ses états*, LGDJ, 2008
- NEUVILLE (S.), *Droit de la banque et des marchés financiers*, PUF, Droit

fondamental, 2005

- NICOLAS (V.), *Droit des contrats d'assurance*, Economica, 2012
- OGIEN (D.), *Droit des marchés financiers*, troisième édition, Dunot, 2010
- OURLIAC (P.), de MALAFOSSE (J.), *Histoire du droit privé*, Thémis, PUF, 1968
- PARTSCH (P.-E.), *Droit bancaire et financier européen*, Larcier, 2009
- PELTIER (F.), *Marchés financiers & Droit commun*, Banque éditeur, Paris, 1997
- PELTIER (F.), DOMPE (M.-N.), *Le droit des marchés financiers*, Que sais-je ?, PUF, 1998
- PEROCHON (F.), BONHOMME (R.), *Entreprise en difficulté. Instruments de crédit et de paiement*, neuvième édition, LGDJ Manuel, 2012
- PICOD (Y.), *Droit des sûretés*, PUF, 2008
- PIEDELIEVRE (S.), PUTMAN (E.), *Droit bancaire*, Economica, Corpus droit privé, 2011
- PLANIOL (M.), *Traité élémentaire de droit civil, 2, Obligations, contrats, sûretés réelles*, quatrième édition, LGDJ, 1952
- PLANIOL (M.), RIPERT (G.), *Traité pratique de droit civil français, Tomes III, VII et X* par HAMEL (J.), GIVORD (F.), TUNC (A.), PICARD (M.), LGDJ, 1956
- PORCHY-SIMON (S.), *Droit civil 2e année Les obligations*, huitième édition, Hypercours Dalloz, 2014
- POTHIER (R.-J.), *Les traités du droit français*, Editions Tarlier, Bruxelles, 1831
- POTHIER (R.-J.), *Œuvres contenant les traités du droit français, nouvelle édition, mise en meilleur ordre et publiée par les soins de M. DUPIN*, Tome VII, Paris, 1835
- POUMAREDE (M.), *Droit des obligations*, Montchrestien, 2001
- PUIG (P.), *Contrats spéciaux*, deuxième édition, Hyper Cours Dalloz, 2007
- REBOUL-MAUPIN (N.), *Droit des biens*, cinquième édition, Dalloz, 2014
- REMY (B.), *Le mandat en question*, Bruylant, Bruxelles, 2013
- RIASSETTO (I.), STORCK (M.), *OPCVM*, Joly éditions, 2002
- RIPERT (G.), *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, deuxième édition, Paris, Librairie Générale de Droit de Jurisprudence, 1951
- RIPERT (G.), ROBLOT (R.), *Traité de droit commercial*, dix-septième édition, LGDJ, 2004
- RIVES-LANGE (J.-L.), CONTAMINE-RAYNAUD (M.), *Droit bancaire*,

sixième édition, Précis Dalloz, 1995

- SALEILLES (R.), *La théorie générale de l'obligation*, LGDJ, 1925
- SAVATIER (R.), *La théorie des obligations en droit privé économique*, quatrième édition, Dalloz, 1979
- STARCK (B.), ROLAND (H.), BOYER (L.), *Droit civil Les obligations 2. Contrat*, sixième édition, Litec, 1998
- STASIAK (F.), *Droit pénal des affaires*, deuxième édition, LGDJ, 2009
- TERRE (F.), *Le droit et l'immatériel*, Sirey 1999
- TERRE (F.), SIMLER (P.), LEQUETTE (Y.), *Droit civil Les obligations*, neuvième édition, Précis Dalloz, 2005, §1298 et suivants, page 1234
- TEYSSIE (B.), CESARO (J.-F.), MARTINON (A.), *Droit du travail, Relations individuelles*, troisième édition, LexisNexis, 2014
- THALLER (E.-E.), *Traité élémentaire de droit commercial à l'exclusion du droit maritime*, deuxième édition, 1900
- VILLEY (M.), *Leçons d'histoire de la philosophie du droit*, réédition de la deuxième édition, Dalloz, 2002
- VINEY (G.), JOURDAIN (P.), CARVAL (S.), sous la direction de GHESTIN (J.), *Les conditions de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, quatrième édition, LGDJ, 2013
- VINEY (G.), JOURDAIN (P.), sous la direction de GHESTIN (J.), *Les effets de la responsabilité*, dans *Traité de droit civil*, troisième édition, LGDJ, 2010
- WEILL (A.), TERRE (F.), *Droit civil les obligations*, troisième édition, Dalloz, 1980
- ZENATI-CASTAING (F.), REVET (T.), *Cours de droit civil Contrats*, Presses Universitaires de France, 2014

Ouvrages spécialisés

- ADAMS (G.), *Best Execution Executing Transactions in Securities Markets on Behalf of Investors*, European Asset Management Association, Londres, juin 2002
- AGLIETTA (M.), RIGOT (S.), *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, mars 2009
- AGLIETTA (M.), *L'économie mondiale 2000*, Collection Repères, Paris, La Découverte, 2000
- AÏDAN (P.), *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Edition

Revue Banque 2001

- ALLEN (F.), SANTOMERO (A.-M.), *What do financial intermediaries do ?*, Journal of Banking and Finance, 2001, page 1461-1485
- ALOMAR (R.), *Financement du développement de l'entreprise*, PUF, 1981
- ANSIDEI (J.) de FOURNOUX (E.), LAURENT (P.), *Directive MIF, Construire le marché financier européen*, Revue Banque Edition, 2007
- ANTOINE (J.), CAPIAU-HUART (M.-C.), *Titres et Bourse, Tome 1 Valeurs mobilières*, deuxième édition, DeBoeck Université, Bruxelles, 1997
- ANTOINE (J.), CAPIAU-HUART (M.-C.), *Dictionnaire des marchés financiers*, DeBoeck Université, Bruxelles, 2006
- ANTONMATTEI (P.-H.), *Contribution à l'étude la force majeure*, LGDJ, 1992
- d'ARVISENET (P.), *Echanges et finance internationale*, Revue Banque édition, 1998
- APPLETON (C.), *Histoire de la compensation en droit romain*, G. Masson, 1895
- AUBERT (B.), DESESSARD (L.), MASSE (M.), *L'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la criminalité économique et financière en Europe*, EPRED, Poitiers, juin 2002
- AUCKENTHALER (F.), *Droit des marchés de capitaux*, LGDJ, 2004
- AUDIER (J.), *Titres au porteur : leur législation dans ses rapports avec le droit commun*, A. Chevalier-Marescq, Paris, 1885
- AUVERGNY-BENNETOT (P.), *La gestion d'actifs en France: Aspects économiques*, Revue Banque Edition, 2003
- d'AVOUT (L.), *Sur les conflits de lois en droit des biens*, Economica, 2006
- AYNES (L.), *La cession de contrat et les opérations juridiques à trois personnes*, Economica, 1984
- AZOULAI (M.), *L'élimination de l'intuitus personae dans le contrat*, in *La tendance à la stabilité du rapport contractuel*, LGDJ, 1960,
- BARNETO (P.), GREGORIO (G.), *DSCG 2 – Finance*, quatrième édition, Dunot, 2013
- BATTIFOL (H.), *Problèmes contemporains de la notion de biens*, in *Archives de la philosophie du droit, Tome 24, les biens et les choses*, Sirey, 1979
- BAYLE-OTTENHEIM (J.), LE TOMAS (A.), SALLEZ (A.), *La sous-traitance*, Chotard et associés, 1973
- BEAUFILS (B.), GUIMBERT (J.-P.), PY (G.), RICHARD B., TAUFFLIEB (C. H.), *Les nouveaux instruments financiers, La pratique bancaire des marchés*,

Revue Banque Editeur, deuxième édition, 1988

- BERTREL (J.-P.), *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, Litec, deuxième édition, 1991
- BEZARD-FALGAS (J.), *Des modes de transmission de la propriété des titres nominatifs d'actions et d'obligations*, Extrait de la Revue de la Législation Professionnelle, 1911
- BEZARD-FALGAS (J.), *De la négociation en bourse des titres nominatifs*, Paris, 1921
- BEZARD-FALGAS (J.), *Traité théorique et pratique des contentieux des transferts d'actions et d'obligations nominatives*, troisième édition, Paris, 1924
- BEZARD-FALGAS (J.), *Perte et restitution des titres au porteur*, 1923
- BLACHE (D.), *La régulation des banques de l'Union européenne face à la crise*, Revue banque éditeur, 2009
- BLANLUET (G.), *Essai sur la notion de propriété économique en droit privé français, Recherches au confluent du droit fiscal et du droit civil*, LGDJ, 1999
- BLOCH (P.), *La directive 98/26/CEE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres*, in *Mélanges AEDBF-France II*, sous la direction de J.-P. MATTOUT et H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, page 49
- BOISSIEU (C.), COUPPEY-SOUBEYRAN (J.), *Les Systèmes Financiers, Mutations, crises et régulation*, quatrième édition, Economica, 2013
- BONNEAU (T.), *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2012
- de BOUARD (F.), *La dépendance économique née d'un contrat*, LGDJ, 2007
- BOUERE (J.-P.), DEROUIN (P.), DESACHE (J.-M.), *Titres et emprunts obligataires*, Banque Edition, 1998
- BUCHERE (A.), *Traité théorique et pratique des valeurs mobilières et effets publics, rentes sur l'État, actions de la banque, obligations foncières et communales, actions et obligations des sociétés commerciales... comprenant un commentaire de la loi du 15 juin 1972 sur les titres au porteur perdus ou volés*, A. Marescq aîné édition, Paris, 1881.
- BUGNET (J.-J.), *Oeuvres de Pothier. II, Eloge de Pothier*, Bad Feilnbach, Allemagne, 1993
- BURGARD (J.-J.), CORNUT (C.), ROBERT DE MASSY (O.), *La banque en France*, Presses de la fondation nationale des sciences politiques et Dalloz, quatrième édition, 1995
- CABRILLAC (M.), *Vers la disparition du droit commercial ?*, in *Jean Foyer*,

auteur et législateur – Ecrits en hommage à Jean Foyer, PUF, 1997, page 329

- CASTRES SAINT-MARTIN-DRUMMOND (F.), *Le contrat comme instruments financiers*, in *L'avenir du droit, Mélanges en l'honneur de François Terré*, Dalloz, PUF, Editions du Juris-classeur, 1999, page 661
- CAUSSE (H.), *Les titres négociables*, Lexis Nexis, février 1993
- CAUSSE (H.), *Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier*, in *Mélanges en l'honneur de Dominique Schmidt*, Joly édition, 2005, pages 147-167
- CHABAS (C.), *L'inexécution licite du contrat*, LGDJ, 2002
- CHANEL-RAYNAUD (G.), CHABERT (D.), *L'infrastructure financière européenne, Quels schémas de développement pour la future Europe des titres*, Revue Banque Edition, 2004
- CHERIF (M.), *Ingénierie financière & Private Equity*, Revue Banque Edition, 2003
- CHERIF (M.), *Leveraged buy out*, Revue Banque Edition, 2004
- CHERIF (M.), *Le capital-risque*, Revue Banque édition, 2008
- CHOINEL (T.), *Le marché financier : structures et acteurs*, huitième édition, Revue Banque édition, 2002
- COMTE (C.), *Traité de la propriété*, Chamerot-Ducollet, 1834
- CONAC (P.-H.), *La fusion de la COB et du CMF*, in *Mélanges AEDBF-France III*, sous la direction de DE VAUPLANE (H.) et DAIGRE (J.-J.), La Revue Banque édition, 2001
- COURET (A.), LE NABASQUE (H.), *Valeurs mobilières, Augmentations de capital*, Editions Francis Lefebvre, 2004
- COURET (A.), LE NABASQUE (H.), COQUELET (M.-L.), GRANIER (T.), PORRACHIA (D.), RAYNOUARD (A.), REYGROBELLET (A.), ROBINE (D.), *Droit financier*, neuvième édition, Précis Dalloz, 2012
- COURTOIS (A.), *Traité élémentaire des opérations de bourse et de change*, septième édition, Garnier frères, 1879
- DEGUEN (D.), *Les nouveaux instruments financiers et les marchés financiers à terme*, La Documentation française, 1988
- DELMAS SAINT-HILAIRE (P.), *Le tiers à l'acte juridique*, LGDJ, 2000
- DERRIDA (F.), *Dématérialisation du droit de rétention*, Mélanges Voirin, 1967
- DERRUPPE (J.), *Le nantissement des valeurs mobilières, Le gage commercial*, Études de droit commercial, 1953

- DESBARRIERES (N.), MIGUEL (M.), *Les OPCVM en France*, Economica, 2008
- DEVEZE (J.), PETEL (P.), *Droit commercial, Instruments de paiement et de crédit*, Montchrestien, 1992
- DICE (C.-A.), *The Stock Market*, New York, 1926
- DRUMMOND (F.), *Les titres intermédiés, Regard sur un nouveau concept du droit financier*, in *Études de Droit privé, Mélanges offerts à Paul Didier*, Economica, 2008, page 147
- DUMAS (B.), ALLAZ (B.), *Les titres financiers : équilibre du marché et méthodes d'évaluation*, PUF, 1er janvier 1995
- FAFFA (J.-C.), *Les sociétés d'investissement et la gestion collective de l'épargne, expérience américaine*, Cujas, Paris, 1963
- FENET (P.-A.), *Recueil complet des travaux préparatoires du Code civil*, réimpression de l'édition de 1827, Otto Zeller, 1968
- FLATTET (G.), *Les contrats pour le compte d'autrui, Essai critique sur les contrats conclus par un intermédiaire en Droit français*, Sirey, 1950
- de FOLLEVILLE (L. A. D.), LONFIER (J.), *Traité de la possession des meubles et des titres au porteur*, deuxième édition, A. Marescq Ainé, 1875
- FOYER (J.), *La dématérialisation des valeurs mobilières en France*, Mélanges Flattet, Lausanne, 1985
- GALLAIS-HAMONNO (G.), *Sicav et fonds communs de placement, les OPCVM en France*, deuxième édition, Que sais-je ?, PUF, 1995
- GARASSUS (A.), *De la revendication des titres au porteur perdus ou volés*, 1902
- GENY (F.), *Science et Technique en droit privé positif*, Sirey, 1915
- GINOSSAR (S.), *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, LGDJ, 1960
- GISSINGER (P.), BLANC-JOUVAN (H.), EKUE (H.), *Les cessions temporaires de titres*, Banque éditeur, 2001
- GRANIER (T.), JAFFEUX (C.), *La titrisation, Aspects juridique et financier*, deuxième édition, Economica, 2004
- GRUA (F.), *Les contrats de base de la pratique bancaire*, Litec -Affaires – Finances, 2000
- GUELFUCCI-THIBIERGE (C.), *Nullité, restitutions et responsabilité*, LGDJ, 1992
- GUILLOT (J.-L.), *Les nantissements et autres garanties mobilières*, Techniques de la Banque, 2002

- HALPERIN (J.-L.), *L'impossible Code civil*, Histoires PUF, 1992
- HAMEL (J.), *Banques et opérations de banque*, Paris, 1933
- HAMEL (J.), LAGARDE (G.), JAUFFRET (A.), *Droit commercial, Tome 1, Volume 2, Sociétés, Groupements d'intérêt économique, entreprises publiques*, deuxième édition, Dalloz, 1980
- HAMMJE (P.), JANICOT (L.), NADAL (S.), *L'efficacité de l'acte normatif, Nouvelle norme, nouvelles normativités*, LEJEP, mai 2013
- HAMON (J.), JACQUILLAT (B.), *La Bourse*, Paris, PUF, Que sais-je ?, 2013
- HELIE (G.), *Post-marché & valeurs mobilières*, Revue Banque Éditeur, 1993
- HILAIRE (J.), *Introduction historique au droit commercial*, PUF, 1986
- HOUPIN (C.), BOSVIEUX (H.), *Traité général théorique et pratique des sociétés civiles et commerciales et des associations : avec formules*, septième édition, Sirey, 1935
- JACQUILLAT (B.), SOLNIK (B.), PERIGNON (C.), *Marchés financiers, Gestion de portefeuille, et des risques*, sixième édition, Dunod, Paris, 2014
- JEZE (G.), *Cours élémentaire de science des finances et de la législation financière française : manuel à l'usage des étudiants des facultés de droit et des candidats au Ministère des finances, à la Cour des comptes, à l'Inspection des finances*, V. Giard et E. Brière, Paris, 1909
- JEULANT (E.), *Essais sur la substitution de personne dans un rapport d'obligation*, LGDJ, 1999
- von JHERING (R.), *Œuvres choisies, Tome II, VIII, Possession, Théorie simplifiée et mise à la portée de tout le monde*, traduction par O. de MEULENAERE, Paris 1893
- JOSSERAND (L.), *Configuration du droit de propriété dans l'ordre juridique nouveau*, in *Mélanges juridiques dédiés à M. le professeur Sugiyama*, 1940, page 95
- de JUGLART (M.), IPPOLITO (B.), *Traité de droit commercial, Tome 7 Banque et bourses*, troisième édition par L. M. MARTIN, Montchrestien, 1991
- KARYOTIS (C.), *Circulation internationale des valeurs mobilières*, La Revue Banque éditeur, 1994
- KARYOTIS (C.), *Les systèmes de règlement-livraison de titres européens*, RB édition, 2003
- KARYOTIS (C.), *20 ans de rétrospective dans les titres en France*, Revue Banque Edition, 2004
- KENFACK (H.), *Droit du commerce international*, Dalloz, 2012

- KHAIRALLAH (G.), *Les sûretés mobilières en droit international privé*, Economica, 1984
- KNETSCH (J.), *Le droit de la responsabilité et les fonds d'indemnisation*, LGDJ, 2013
- KOVAR (J.-P.), LASSERRE CAPDEVILLE (J.), *Droit de la régulation bancaire*, RD Edition, 2012
- KRAJESKI (D.), *Droit des assurances*, deuxième édition, Montchrestien, 2008
- KREMER (C.), LEBBE (I.), *Organismes de placement collectif et véhicules d'investissement apparentés en droit luxembourgeois*, troisième édition, Larcier, Bruxelles, 2014
- KRUSE (F.-V.), *The right of property*, traduit du danois à l'anglais par P. T. FEDERSPIEL, Oxford University Press, 1939
- LABARTHE (F.), sous la direction de N. DISSAUX, *La distinction du mandat et du contrat d'entreprise*, dans *Le mandat Un contrat en crise ?*, Economica, 2011
- LAGNEAU-YMONET (P.), RIVA (A.), *Histoire de la Bourse*, La Découverte, 2012
- LANDIER-JUGLAR (A.), BOMPAIRE (F.), *Gestion collective, Gérant et dépositaire face à la maîtrise des risques*, Revue Banque Edition, 2014
- LARDEUX (G.), *L'équilibre du contrat*, PUAM, 2012
- LARGUIER (J.), *La notion de titre en droit privé*, Dalloz, Paris, 1951
- LAZARUS (L.), *Der Wiener Giro – und Kassenverein : Giroubertragung und Abrechnung : Vergleichung mit der Bank des Berliner Kassenvereins und dem Hamburger Ueberweisungsverkehr*, 1918
- LEGEAIS (D.), *Sûretés et garanties du crédit*, septième édition, LGDJ Lextenso, 2009
- LEUTENEGGER (M.-A.), *Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers*, troisième édition, Economica, 2010
- LIBCHABER (R.), *Recherches sur la monnaie en droit privé*, LGDJ, 1998
- LÖBER (K.), *Compensation et règlement-livraison en Europe : l'identification des problèmes juridiques au niveau européen*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 155
- LYON-CAEN (C.), RENAULT (L.), *Précis de droit commercial comprenant le commentaire du Code de commerce, Tome I*, Paris 1884
- LYON-CAEN (C.), RENAULT (L.), *Traité de droit commercial, Tome IV, Des effets de commerce. Des opérations de Banque. Du compte courant. Des*

opérations de Bourse, quatrième édition, Paris, 1907

- MAFFEI (A.), *Pour une modernisation du régime de la dématérialisation en France : le projet Paris Europlace*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et Perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 103
- MALECKI (C.), *Responsabilité sociale des entreprises, Perspectives de la gouvernance d'entreprise durable*, LGDJ Lextenso, 2014
- MAZEAU (L.), JULIEN (J.), *La responsabilité civile des professionnels exploitant une activité à risque*, PUAM, 2013
- MENDEGRIS (R.), *La nature juridique de la compensation*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1969
- MESTRE (J.), *La subrogation personnelle*, LGDJ, 1979
- MILL (J.-S.), *L'utilitarisme, Essai sur Bentham*, présentation, traduction et notes de C. AUDARD et P. THIERRY, deuxième édition, PUF, 2009
- MOREAU-NERET (O.), *Les Valeurs françaises depuis 1940*, Sirey, 1957
- MORVAN (J.), *Marchés et instruments financiers*, deuxième édition, Dunod, 2014
- MOULIN (J.-M.), *Le Droit de l'Ingénierie financière*, quatrième édition, Gualino, 2013
- MOULOUNGUI (C.), *Notions fondamentales du droit*, L'Harmattan, 2001
- MOUSSERON (J.-M.), *Valeurs, biens, droits*, in *Mélanges en hommage à André Breton et Fernand Derrida*, Dalloz, 1991, page 277
- MOUSSERON (J.-M.), *Technique contractuelle*, Francis Lefebvre, 1999
- MOUSSERON (P.), RAYNARD (J.), SEUBE (J.-B.), *Technique contractuelle*, quatrième édition, Editions Francis Lefebvre, 2010
- MULLER (C.), RUTTIENS (A.), *A practical guide to UCITS funds and their risk management*, Edipro, Bruxelles, 2013
- NERET (J.), *Le Sous-contrat*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1979
- NICOD (M.), IZAC (L.), *Volonté individuelle et acte juridique : regard d'un privatiste sur le contrat*, in *De la volonté individuelle*, Presses de l'Université Toulouse I Capitole, 2009, page 193
- NIZARD (F.), *Les titres négociables*, Economica-Revue Banque édition, 2003
- OHL (D.), *Droit de sociétés cotées, Accès au marché, produits cotés, OPA, Abus de marché*, troisième édition, Litec, 2008

- PATAULT (A.-M.), *Introduction historique au droit des biens*, PUF, 1989
- PETEL (P.), *Les obligations du mandataire*, Litec, 1988
- PFISTER (L.), *Un contrat en quête d'identité Jalons pour une histoire de la qualification du mandat*, in *Le mandat Un contrat en crise ?*, sous la direction de DISSAUX (N.), Economica, 2011
- PILLEBOUT (J.-F.), *Recherches sur l'exception d'inexécution*, LGDJ, 1971
- PLIHON (D.), PONSSARD (J.-P.), *La montée en puissance des fonds d'investissement, Quels enjeux pour les entreprises ?*, La documentation française, 2002
- POITRINAL (F.-D.), *La révolution contractuelle du droit des sociétés, dynamique et paradoxes*, Revue Banque Edition, 2003
- PONT (P.), *Code Napoléon Des petits contrats*, Paris, 1863
- PORTALIS (J.), *Discours préliminaire sur le projet du Code civil présenté le 1er Pluviose an IX par la commission nommée par le gouvernement*, in *Discours et rapports sur le Code civil*, Joubert, Paris, 1844
- PRAT (S.), *Les pactes d'actionnaires relatifs au transfert de valeurs mobilières*, Litec, 1992
- PUTMAN (E.), *Droit des affaires, Tome 4 Moyens de paiement et de crédit*, PUF, 1995
- RIEG (A.), *Le rôle de la volonté dans l'acte juridique en droit civil français et allemand*, LGDJ, 1961
- ROBERT (M.-C.), LABBOZ (B.), *La Commission des opérations de Bourse*, PUF, Que sais-je ?, n°2622
- ROBLOT (R.), *Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)*, deuxième édition par M. GERMAIN, ANSA, 1995
- RONTCHEVSKY (N.), *L'effet de l'obligation, essai sur la distinction entre l'objet et l'effet de l'obligation*, Economica, 1999
- ROSENFELD (F.), HANNOSET (R.), SABATIER (R.), *Analyse financière et gestion des valeurs mobilières, 1. Analyse des actions des sociétés*, deuxième édition, Dunod, Paris, 1992
- ROUJOU de BOUBEE (M.-E.), *Essai sur la notion de réparation*, LGDJ, 1974
- ROUSSEY (G.), *Guide complet des OPCVM*, Maxima, Paris, 2009
- ROUTIER (R.), *Obligations et responsabilités du banquier*, Dalloz, Paris 2005
- SAVATIER (R.), *Traité de la responsabilité civile en droit français*, deuxième édition, LGDJ, 1951

- de SAVIGNY (F.-C.), *Traité de la possession en droit romain*, A. DURAND & PEDONE LAURIEL, Paris, 1870
- SAYER (P.), BENTZMANN (M.), *Les 100 mots du capitalisme-investissement*, Paris, PUF, Que sais-je ?, 2013
- SCHAMMO (P.), *EU Prospectus Law*, Cambridge University Press, 2011
- SCHMIDT-SZALEWSKI (J.), *Droit des contrats*, Jurisprudence française, Litec, 1989
- SENN (J.-P.), *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, LGDJ, 1958
- SERIAUX (A.), *Manuel de droit des obligations*, deuxième édition, Presses Universitaires de France, 2006
- SEVE (M.), *La régulation financière face à la crise*, Bruylant, 2013
- SION (M.), *Gérer la trésorerie et la relation bancaire*, sixième édition, Dunod, 2015
- SOLTANI (A.), *Pratique de l'asset management*, Eyrolles, 2012
- SOUSI-ROUBI (B.), *Droit bancaire européen*, Dalloz, 1995
- STREIT (E.), *The Stock Clearing Corporation*, New York, 1927
- SYNDET (H.), *L'objet du gage de compte d'instruments financiers*, in *Droit et actualité, études offertes à J. BEGUIN*, Litec, 2005, page 719
- SZRAMKIEWICZ (R.), DESCAMPS (O.), *Histoire du droit des affaires*, deuxième édition, LGDJ Lextenso, 2013
- TCHOTOURIAN (I.), *Droit de la publicité et de la promotion des ventes en matière de presse écrite*, Publibook, 2004
- TEYSSIE (B.), *Les groupes de contrats*, LGDJ, 1975
- THALLER (E.), *De la nature juridique du titre de crédit, contribution une étude générale sur le droit des obligations (dette abstraite, acte unilatéral, délégation)*, Paris, 1907
- THIBIERGE (L.), *Le contrat face à l'imprévu*, Economica, 2011
- THOMASSET (P.), *Des « Argentarii », de la transmission à titre de propriété des valeurs de bourses nominatives et au porteur*, Imprimerie de A. Waltener, Lyon, 1883
- TOUFFAIT (A.), *Délits et sanctions dans les sociétés*, deuxième édition, Sirey, 1973
- TOULLIER (C.), *Le droit civil français, suivant l'ordre du code*, Société typographique belge, Bruxelles, 1838

- TREBULLE (F.-G.) , *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002
- TROP LONG (M.), *Le Droit civil expliqué suivant l'ordre des articles du code, depuis et y compris le titre de la vente ; Du prêt*, Charles Hingray, 1845
- TUNC (A.), *La représentation des actions par la comptabilité de la caisse centrale des dépôts et de virements des titres*, JCP édition générale, 1947
- VALENTIN (G.), *Les contrats de sous-traitance*, Librairies techniques, 1979
- VALETTE (J.-P.), *Droit de la régulation des marchés financiers*, Gualino éditeur, 2005
- de VAUPLANE (H.) sous la direction de, *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, La Revue Banque édition, 2005
- VERNY (E.), DECIMA (O.), DETRAZ (S.), *Droit pénal général*, LGDJ Lextenso, 2014
- VERNY (E.), *Procédure pénale*, quatrième édition, Dalloz, 2014
- VIVANT (M.), *Les créations immatérielles et le droit*, Ellipses, 1997
- WAELBROECK (M.), *Le transfert de la propriété dans la vente d'objets mobiliers corporels en droit comparé*, Bruylant, 1961
- WAHL (A.), *Traité théorique et pratique des titres au porteur français et étrangers*, A. Rousseau édition, 1891
- WICKER (G.), *Droit européen du contrat et droits du contrat en Europe : quelle perspectives pour quel équilibre ?*, Litec, 2008
- WILLIATE-PILLITTERI (L.), *Contribution à l'élaboration d'un droit civil de l'aléa*, in *Droit des contrats France, Belgique*, LGDJ Contrats et Patrimoine, 2005
- WILLIATE-PILLITTERI (L.), *Contribution à l'élaboration d'un droit civil des événements aléatoires dommageables*, LGDJ, 2009

Thèses et mémoires

- ABDEL-BAKI (A.), *Du rôle de la possession en matière mobilière*, Paris, 1943
- AGO (M.), *Théorie générale des titres*, Toulouse, 1981
- ALHEINC (R.), *Des obligations civiles à ordre et au porteur*, Paris, 1920
- ALLOUCH (V.), *Nouvelles données sur la force majeure en matière contractuelle* (Mémoire de D.E.A.), Toulouse, 1999
- ALMASSI (N.-A.), *Les conflits de lois en matière de titres au porteur*, Paris, 1971

- ALTER (M.), *L'obligation de délivrance dans la vente de meubles corporels*, Paris, 1972
- ARCHAMBAULT (A.-L.), *La nature juridique de valeurs mobilières*, Paris I, 1998
- ARNAUD (S.), *L'usufruit des valeurs mobilières, variations sur les notions de propriété et d'associé*, Nice, 2002
- ARRIGHI (J.-P.), *Apparence et réalité en droit privé*, Nice, 1974
- ARSOUZE (C.), *Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions*, Paris 1, 2007
- AUBIN (S.), *Le transfert de propriété dans la vente internationale de meubles corporels*, Rennes, 2002
- AUSSEL (J.-M.), *Essai sur la notion de tiers en droit civil français*, Montpellier, 1951
- AUTEM (D.), *Les mesures judiciaires de placement de l'enfant mineur*, Lille, 1999
- AVANZINI (I.), *Les obligations du dépositaire*, Paris, 2005
- AVERAN (L.), *De la C.C.D.V.T. à la SICOVAM, le compte courant d'actions*, Grenoble, 1959
- AVRIL (P.-E.), *La constitution du gage sur les meubles incorporels*, Paris, 1898
- AYMERIC (N.-C.), *Essai sur une théorie générale du compte en droit privé*, Paris II, 2008
- AZZI (T.), *Recherche sur la loi applicable aux droits voisins du droit d'auteur en droit international privé*, Paris II, 2000
- BACH (A.), *Droit romain : des « Argentarii » ; Droit français : de l'Ouverture de crédit*, Paris, 1892
- BALAT (N.), *Essai sur le droit commun*, Paris, 2014
- BASQUE (R.), *De la distinction des droits réels et des obligations*, Montpellier, 1914
- BATIFFOL (H.), *Les conflits de lois en matière de contrats*, Paris, 1938
- BAUDRY (H.), *La force majeure en droit pénal*, Lyon, 1938
- BENJAMIN (J.), *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford University Press, 2000
- BERLIOZ (P.), *La notion de bien*, Paris, 2007
- de BERTIER-LESTRADE (B.), ROZES (L.), *Les conflits d'actes juridiques en droit privé*, Aix-Marseille, 2003

- BESNARDEAU (R.), *L'évolution de la notion de compensation en droit commercial*, Paris, 1963
- BETTREMIEUX (L.), *Essai historique et critique sur le fondement de la responsabilité civile en droit français*, Lille, 1921
- BOESCH (R.), *La possession par autrui*, Strasbourg, 2011
- BOITARD (B.), *Les contrats de services gratuits*, Paris, 1941
- BORISSOVA (M.-A.), *L'investisseur face aux réseaux de distribution d'OPCVM*, Strasbourg, 2011
- BOURAOUI (T.), *L'impact des spams boursiers sur les caractéristiques des titres financiers*, Paris, 2009
- BOURGOUIN (E.), *Essai sur la distinction du cas fortuit et de la force majeure*, Lyon, 1902
- BOUTILLIER (M.), SEJOURNE (B.), *Intermédiation et financement domestique en Europe*, Banque & Stratégie, avril 2001, n°181, pages 13-15
- BROCHARD (E.), *Le retard dans le transfert de propriété*, Paris, 1987
- BROWN (T.), PAROLAI (R.), *L'analyse juridique de l'activité de conservation globale*, Banque et Droit, mai-juin 1995, page 27
- BRUNEAU (C.), *La distinction entre les obligations monétaires et les obligations en nature, Essai de la détermination de l'objet*, Paris II, 1984
- BUGADA (A.), *L'avantage acquis en droit du travail*, Aix-Marseille, 1999
- BUTTIGIEG (C.-P.), *The Development of the EU Regulatory and Supervisory Framework applicable to UCITS : A Critical Examination of the Conditions and Limitations of Mutual Recognition*, University of Sussex, 2014
- CASSUAN (R.), *Les clauses de non responsabilité*, Paris, 1929
- CATILLON (V.), *Le droit face aux crises financières systémiques : le maintien des relations bancaires*, Paris, 2006
- CELEBI (Ö.), *La répartition des risques dans le contrat*, Paris, 2010
- CERBAN (A.), *Étude critique sur les conditions de constitution en gage des choses incorporelles en matière civile et commerciale*, Paris, 1897
- CHAIGNE (D.), *La propriété transférée, Essais sur les variations de l'objet des modes non conventionnels de transfert de propriété*, Paris X Nanterre, 2003
- CHAMPY (G.), *La fraude informatique*, Aix-Marseille, 1990
- CHARBONNEAU (A.), *Marché international du travail maritime, un cadre juridique en formation*, Nantes, 2008
- CHAVANNE (A.), *Essai sur la notion de compte en droit civil*, Lyon, 1947

- CHAVIRE (P.), *L'acquisition dérivée de la propriété, le transfert volontaire des biens*, Paris, 2013
- CLARET (H.), *Contrats d'assurance et conflits de lois en droit communautaire*, Grenoble, 1993
- CLEMENT-FONTAINE (M.), *Les œuvres libres*, Montpellier, 2006
- CLAPPIER (V.), *Des conditions de forme nécessaires à la constitution du droit de gage sur les choses incorporelles*, Paris, 1897
- CONTAMINE-RAYNAUD (M.), *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1974
- COULON (C.), *L'obligation de surveillance*, Lille, 2001
- CRUGUT (E.), *De la notion de tiers en droit civil français*, Toulouse, 1905
- CUZACQ (N.), *La difficile introduction des fonds de pension dans le droit positif français*, Paris I, 2000
- DAMIS-FATÔME (A.), *Apparence et contrats*, Paris I, 2002
- DANOS (F.), *Propriété, possession et opposabilité*, Paris I, 2006
- DAURIAC (I.), *La signature*, Paris II, 1997
- DEDEURWAERDER (G.), *Théorie de l'interprétation et droit fiscal*, Paris II, 2008
- DELOISON (G.), *Traité des valeurs mobilière françaises et étrangères et des opérations de bourse*, Paris, 1890
- DELOZIERES-LE FUR (A.-V.), *La compensation dite multilatérale*, Paris II, 2003
- DHOUTAUT (H.), *Étude des responsabilités en matière de transfert de titres nominatifs*, Paris 1908
- DUBARRY (J.), *Le transfert conventionnel de propriété, Essai sur le mécanisme translatif à la lumière des droits français et allemand*, Paris, 2014
- DUBERTRET (M.), *L'inopposabilité des vices de la propriété mobilière, Essai sur la négociabilité*, Paris II, 2002
- EMY (P.), *Le titre financier*, Bordeaux, 2005
- ESCHENBACH (F.), *Finance and Growth : A survey of the Theoretical and Empirical Literature, Discussion Paper*, Tinbergen Insitute, 2004
- FIATTE (R.), *Les effets de la Force Majeure dans les Contrats*, Paris, 1932
- FONGARO (E.), *La loi applicable à la preuve en droit international privé*, Toulouse, 2002

- GIL (J. P. P.), *Du transfert de la propriété par l'effet des conventions en droit français*, Toulouse, 1855
- GIRAUD (L.), *Traité théorique et pratique avec formulaire sur les rentes françaises, les différentes opérations dont elles sont susceptibles, transferts, mutations, etc. et sur les certificats de propriété*, Paris, 1913
- GKANTINIS (S.), *Regulation and Innovation : Comparing U.S. And European Equity Trading Markets*, Mémoire, Harvard Law School, 16 février 2006
- GOSSELIN-GORAND (A.), *L'influence des principes communautaires de libre circulation sur les règles nationales de conflit de lois*, Caen, 2001
- GOUTAY (P.), *Le transfert de propriété des titres cotés*, Lille, 1998
- GRANOTIER (J.), *Le transfert de propriété des valeurs mobilières*, Paris, 2010
- GRARE (C.), *Recherches sur la cohérence de la responsabilité délictuelle*, Paris II, 2003
- GRIMAUX (E.), *L'influence du droit anglo-américain sur les valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes en droit français*, 2003, Paris
- GROSS (B.), *La notion d'obligation de garantie dans le droit des contrats*, Nancy, 1964
- GUEGAN-LECUYER (A.), *Dommages de masse et responsabilité civile*, Paris I, 2004
- GUILLOUARD (L.), *Traité du prêt, du dépôt & du séquestre*, Paris, 1892
- GUILLOUARD (L.), *Traité du nantissement et du droit de rétention*, deuxième édition, Paris, 1896
- GUTMANN (D.), *Du matériel et de l'immatériel dans le droit des biens*, in *Archives philosophiques du droit*, tome XLIII, Le droit et l'immatériel, page 65
- HEYMANN (J.), *Le droit international privé à l'épreuve du fédéralisme européen*, Paris I, 2009
- HUBERT (F.), *Essai d'une théorie juridique de la délégation en droit français*, Poitiers, 1899
- HUGUENEY (P.), *Responsabilité du tiers complice de la violation d'une obligation contractuelle*, Dijon, 1910
- HUMBERT (H.), *Essai sur la fongibilité et la consomptibilité des meubles*, Paris, 1940
- JEANSEN (E.), *L'articulation des sources du droit, Essai en droit du travail*, Paris II, 2007
- von JHERING (R.), *De la faute en Droit privé*, Paris 1880

- JOUCARD (M.), *Du dépôt de titres en banque*, Paris, 1903
- JUAN-BONHOMME (R.), *Le transfert de risque dans la vente de meubles corporels*, Montpellier, 1978
- JULLIOT (C.-L.), *Essai d'une nouvelle théorie sur le titre nominatif et le transfert, Conséquences pratiques, Réformes proposées*, Paris, 1904
- LASSALAS (C.), *L'inscription en compte des valeurs*, Lille, 1997
- LARGUIER (J.), *Essai sur la notion de titre en droit privé*, Montpellier, 1949
- LARROUMET (C.), *Les opérations juridiques à trois personnes en droit privé*, Bordeaux, 1968
- LAURENT-KARYOTIS (C.), *Efficiencia técnica d'un sistema regulación-livraison de titres*, Paris XII, 2004
- LE BARBIER DE BLIGINERES (E.), *Restitutio in integrum : Des exceptions à la règle que la loi ne considère pas l'origine des biens pour en régler la succession*, Paris, 1860
- LEGAL (I.), *Le contrat de dépôt de titres en banque*, Paris, 1926
- LEROY (P.), *De la connaissance médicale des maladies professionnelles à leur reconnaissance juridique*, Nantes, 1990
- LUCAS (F.-X.), *Les transferts temporaires de valeurs mobilières, Pour une fiducie de valeurs mobilières*, Nantes, 1997
- MANSOUR (M.), *Marchés financiers libres et marchés réglementés*, Lille, 2008
- MAUDUIT-DUMOULIN (L.), *Les organisations intermédiaires d'investisseurs. Contribution à l'étude de la dimension collective du capitalisme en France*, Lille, 2000
- MARLY (P.-G.), *Fongibilité et volonté individuelle, Étude sur la qualification juridique des biens*, Paris I, 2002
- MAZIERE-LEGRAND (C.), *La gestion collective indiciaire face au marché : rentabilité, risque et persistance de la performance : application aux OPCVM indiciaires actions françaises*, Clermont-Ferrand, 2000
- MICHAS (H.), *Le droit réel considéré comme une obligation passive universelle*, Paris, 1900
- MERCIER (V.), *L'apport du droit des valeurs mobilières à la théorie générale du droit des biens*, Aix-Marseille, 2004
- MEYRAT (I.), *Droits fondamentaux et Droit du travail*, Paris X Nanterre, 1998
- MINARD (H.), *Du titre nominatif, nature et fonctionnement*, Paris, 1897
- MINEI (B.), *Essai sur la nature juridique des droits réels et des droits de*

créance, Paris, 1912

- MOISDON-CHATAIGNIER (S.), *La propriété des valeurs mobilières*, Lille, 2000
- NICOLAESCO (J.), *La compensation et le compte courant*, Paris, 1920
- NIZARD (F.), *La notion de titre négociable*, Paris II, 2000
- NAUDIN (E.), *Les valeurs mobilières en droit patrimonial de la famille*, Strasbourg, 2004
- NORD-WAGNER (M.), *L'urgence en procédure pénale*, Strasbourg, 2005
- ORIOL (N.), *Concurrence et fragmentation sur l'activité de négociation de titres : les enjeux de la Directive MIF*, 2008, Nice
- ORSAT (V.), *De l'imputabilité en matière de responsabilité civile*, Paris, 1912
- OVERSTAKE (J.-F.), *Essai de classification des contrats spéciaux*, Paris, 1969
- PAGNUCCO (J.-C.), *L'action sociale ut singuli et ut universi en droit des groupements*, Bordeaux, 2005
- PAPAIS (L.), *Titrisation et fiducie*, Toulouse, 2012
- PARANCE (B.), *La possession des biens incorporels*, Paris I, 2003
- PELISSIER (A.), *Possession et meubles incorporels*, Montpellier, 2001
- PERES (C.), *La règle supplétive*, Paris I, 2003
- PIAZZON (T.), *La sécurité juridique*, Paris II, 2006
- PILLET (G.), *La substitution de contractant à la formation du contrat en droit privé*, Paris I, 2002
- PRODAN (C.), *Essai d'une théorie générale des droits réels*, Paris, 1909
- PRYBIS-GAVALDA (N.), *La notion d'obligation de donner*, Montpellier, 1997
- RAFFRAY (J.-G.), *Les substitutions de contractants au cours de l'exécution du contrat*, Montpellier, 1977
- RAVAIL (P.-J.), *De l'objet de la possession, Essai sur le droit romain, l'ancien droit français et le droit actuel*, Poitiers, 1899
- RAYNOUARD (A.), *La dématérialisation des titres : étude sur la forme scripturale*, Paris, 1998
- RBII (J.) ROZES (L.) , *L'obligation de motivation en droit des contrats*, Toulouse, 2009
- RENAUD (V.), *De la responsabilité du fait d'autrui en matière contractuelle*, Paris, 1923
- REYGROBELLET (A.), *La notion de valeur mobilière*, Lille 1995

- RIGAUD (L.), *Le droit réel ; histoire et théories, son origine institutionnelle*, Toulouse, 1912
- RINDI (B.), *Transparency and liquidity in financial markets*, Mémoire, Bocconi, 2002
- ROBIN (J.), *Régime légal des valeurs mobilières étrangères en France, spécialement au point de vue fiscal*, Dijon, 1899
- ROUAST (A.), *Essai sur la notion juridique de contrat collectif dans le droit des obligations*, Lyon, 1909
- ROUAUD (A.-C.), *Contribution à l'étude de l'opération de marché*, Paris I, 2008
- ROUQUEROL (J.), *De la restitution in integrum (droit romain)*, Toulouse, 1873
- ROUSSILLE (M.), *La compensation multilatérale*, Paris I, 2004
- ROUX (A.), *La Compensation et le Virement des titres*, Paris, 1930
- SABARD (O.), *La cause étrangère dans les droits privé et public de la responsabilité extracontractuelle*, Tours, 2007
- SAINT-DIDIER (C.), *Droit du travail et droit des obligations, Étude d'une opposition*, Aix-Marseille, 1996
- SAUTEL (O.), *Dé-intégration verticale et Théorie de la firme*, Nice, 2006
- SEGUR (L.), *La notion de faute contractuelle en droit civil français*, Bordeaux, 1954
- SIDOT (E.), *Droit communautaire et OPCVM*, Lille, 2003
- SOLER (M.), *La sous-traitance*, Perpignan, 2008
- SOURD (J.), *L'obligation de sécurité en droit privé*, Bordeaux, 2004
- STARCK (B.), *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée*, Paris, 1947
- TENENBAUM (A.), *Réflexions sur la Convention de La Haye du 13 décembre 2002 sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Revue des Sociétés, 2004, page 835
- THOMAT (A.-L.), *La notion de dommage dans l'article 1792 du Code civil et le risque couvert en assurance construction obligatoire (Mémoire de D.E.A.)*, Toulouse, 1995
- TRAORE (A.), *Les incidences de la diversification des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions*, Clermont-Ferrand, 2009
- TRESCASES (A.), *Assurances et droit des régimes matrimoniaux*, Montpellier, 2005
- TREYVAUD (P.-A.), *Le contrat de dépôt bancaire*, Lausanne, 1972

- TREFFIGNY (P.), *L'imitation, Contribution à l'étude juridique des comportements référentiels*, Grenoble, 1997
- TUNC (A.), *Le contrat de garde*, Paris, 1941
- VALLEUR (F.), *L'intuitus personæ dans les contrats*, Paris, 1938
- de VALON (B.), *Le dépôt des titres en banque*, Toulouse, 1913
- VARNEROT (V.), *Les sources privées du droit fiscal*, Nice, 2001
- VIALLETON (H.), *Du rôle juridique du dépôt dans les diverses branches de la propriété industrielle*, Montpellier, 1941
- VIGNAL (N.), *Pour une approche raisonnable de la transparence en droit privé des contrats*, Aix-Marseille, 1997
- VOULGARIS (I.), *Les conflits de lois en matière de transfert de propriété*, Paris, 1970

Articles

- *Actualités jurisprudentielles*, (juillet-août 2010), Banque et Droit, n° 132
- AIRAULT (D.), FRISON-ROCHE (M.-A.), REVUZ (J.), *L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mars-avril 1993, page 64
- ALLEGAERT (V.), *De la propriété des valeurs mobilières*, Joly Sociétés, 1 mars 2005, n°3, page 340, §68
- ATIAS (C.), LINOTTE (D.), *Le mythe de l'adaptation du droit au fait*, Recueil Dalloz, 1977, chroniques page 251
- AUCKENTHALER (F.), *Obligations d'intermédiation et de concentration des opérations sur instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé*, La Semaine Juridique, 1998, n°1914
- AUCKENTHALER (F.), *Compensation, garantie, cession : le nouveau régime des obligations financières (ordonnance n°2005-171 du 24 février 2005 simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financières)*, La Semaine Juridique, 2005, n°1519
- AUCKENTHALER (F.), *Tenue de compte de titres*, Juris-Classeur Banque-Crédit-Bourse, 2005, Fascicule 2115, n°16
- AUZERO (G.), *La loi n°2001-152 du 9 février 2001 sur l'épargne salariale. Présentation générale*, Bull. Joly Sociétés, 2001, page 345, §99
- AYNES (L.), *Usufruit, droit d'usage*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des

Sociétés, 1999, page 593

- BALDY (E.), *La forme et la négociations des actions, La caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Revue Banque, novembre 1946, page 14
- BALLEY (P.), *L'avenir des SICAV et des FCP*, Banque, 1981, page 1337
- BARRIERE (F.), *Cotation et négociation d'instruments financiers non-fongibles*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2008, n°2, page 174
- BEINEIX (P.), *Charge de la preuve de l'exécution en matière de responsabilité contractuelle*, Revue Critique, 1938, page 627
- BENABENT (A.), *Contrats de dépôt : un dépôt accessoire présumé onéreux*, Revue des contrats, octobre 2005, n°4, page 1029
- BENABENT (A.), *Dépôt : la marginalité de la preuve*, Revue des contrats, mars 2014, n°1
- BENADIDA (A.), *La loi sur le transfert des valeurs mobilières et l'obtention des titres intermédiés ou les excès d'un régime d'exception en matière de sûretés mobilières*, Les Cahiers de droit, 2012, Volume 53, n°2, page 303
- BERLIN (D.), CARREAU (D.), *Bourses et valeurs mobilières : fonctionnement du marché*, Jurisclasseur Europe, fascicule 1031, page 1989
- BERTHAT (F.), *La responsabilité des dépositaires, un sujet de discorde en Europe*, L'AGEFI, 18 juin 2009
- BERTHAT (F.), *Dépositaires La contestation monte*, L'AGEFI, 25 juin 2009
- BERTREL (J.-P.), *Les sociétés de capital-risque*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1987, page 45
- BESSON (D.), *La cotation des OPCVM*, Revue Banque, 1990, page 403
- BEZARD (P.), *Le nouveau régime juridique des SICAV*, Petites Affiches, 10 janvier 1990, page 4
- BEZARD (P.), *Fonds communs de placement*, Répertoire Dalloz Sociétés, 1992
- BILLIAU (M.), *L'aliénation des instruments financiers inscrits sur un compte nanti*, Droit et Patrimoine, mai 2000, page 100
- BLANLUET (G.), *La cession d'actions nanties*, Recueil Dalloz, 1999, page 109
- BLANLUET (G.), *Brèves réflexions sur la propriété économique*, Droit et Patrimoine, mars 2001, page 80
- BLANLUET (G.), *Le transfert de propriété des actions*, Droit et Patrimoine, octobre 2004, n°130, page 81
- BLOCH (P.), *L'obligation de transférer la propriété dans la vente*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 673

- BOEGLIN (M.), *La nouvelle réglementation des OPCVM*, Revue Banque, 1990, page 403
- BONNEAU (T.), *La diversification des valeurs mobilières et ses implications en droit des sociétés*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1988, page 535
- BONNEAU (T.), *Les fonds communs de placement, les fonds communs de créances, et le droit civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1991, page 20, §36
- BONNEAU (T.), *La modernisation des activités financières*, in *La loi de modernisation des activités financières*, Pratique des affaires, édition GNL Joly, 1996
- BONNEAU (T.), *Réforme opérée par l'ordonnance du 31 mars 2005*, Droit des sociétés, n°7, juillet 2005, commentaire 42
- BONNEAU (T.), (août-septembre 2008), Droit des sociétés, §189, page 34
- BONNEAU (T.), *Commentaire de l'ordonnance n°2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°5, 29 janvier 2009, page 1105
- BONNEAU (T.), *Conservation et responsabilité des dépositaires*, Droit des sociétés, mai 2009, n°5, repère 5
- BONNEAU (T.), *Valeurs mobilières et titres financiers en droit français*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 75
- BORNET (J.-P.), de VAUPLANE (H.), *Le cahier des charges des affiliés à la Sicovam*, Bull. Joly Bourse, 1995, page 5
- BOUERE (J.-P.), de VAUPLANE (H.), *Réflexions sur les conséquences apportées par la dématérialisation sur la portée de l'inscription en compte et la nature juridique de la relation entre le teneur de compte et son client*, Bull. Joly, 1997, §242, page 617
- BOULOC (B.), *Les nouvelles valeurs mobilières : les certificats d'investissement et les titres participatifs*, Revue des sociétés, 1983, page 501
- BOURCART (J.), *De l' « intuitus personæ » dans les sociétés*, J. S. 1927, page 511
- BREHIER (B.), GUERIN (P.), *Éclairage, Un peu de lumière sur les Dark Pools*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2009, page 456
- BRETT (S.), *Outsourcing and delegation in the post-AIFMD environment*, Journal of Securities Operations & Custody, décembre 2013, Volume 6, Number 3, page 264
- BROGARD (Y.-F.), *L'intermédiaire financier doit encadrer l'ensemble des risques*, Banque Magazine, n°657, avril 2004, page 24
- BUREAU (D.), *L'art législatif sur le vif. A propos du nantissement de compte*

d'instruments financiers, Dalloz, 1997, chronique page 73

- BUSSIERE (F.), *Les aspects juridiques de la gestion alternative*, Banque et Droit, 2001, n°77, page 3
- BUSSIERE (F.), PUEL (S.), *Prime Brokerage*, Banque magazine, n°657, 2004, page 32
- BUSSIERE (F.), Banque & Droit, novembre-décembre 2009, n° 128, page 56
- BUSSIERE (F.), *La délégation de fonction de dépositaire dans le cadre des directives OPCVM et AIFM*, Revue Internationale des Services Financiers, 2014/01, page 50
- CAILLAUD (B.), BOULLET (D.), *Valeurs mobilières : Emission, placement, droits des porteurs*, Gazette du Palais, 10 octobre 1998, page 288
- CAPELLE-BLANCARD (G.), COUPPEY-SOUBEYRAN (J.), *Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant ?* Économie et statistique, n°366, 2003, page 63
- CASAUX-LABRUNEE (L.), *Les groupements d'employeurs solidaires*, Droit social, octobre 2012, numéro 10, page 871
- CASEY (J.-P.), LANNOO (K.), *The MiFID Revolution*, Policy Brief, n°3, ECMI, novembre 2006, page 1
- CASSIN (J.), *Réflexions sur la résolution judiciaire des contrats pour inexécution*, Revue Trimestrielle, 1945, page 167
- CATALA (P.), *La transformation du patrimoine en droit civil moderne*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1966, page 185
- CATALA-FRAJOU (N.), *De la nature juridique du droit de rétention*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1967, page 9
- CATTARINUSSI (S.), *Qui sont les dépositaires d'OPCVM en France ?*, Bull. Joly Bourse, août 2008, n°4, page 333
- CAUSSE (H.), *Principe, nature et logique de la « dématérialisation »*, La Semaine Juridique Entreprises et Affaires, n°48, 26 novembre 1992, page 194
- CAUSSE (H.), *Les titres négociables*, Litec, 1993, n°657, page 326
- CAUSSE (H.), *La cession de titres*, MTF Haute Finance, août 1994, page 33
- CAUSSE (H.), *Valeurs mobilières : un concept positif*, Petites Affiches, 21 octobre 1994, n°126, page 4
- CAUSSE (H.), *Titres et instruments financiers, quelle concurrence ?*, Petites Affiches, 28 mars 2002, page 9
- CAUSSE (H.), *Responsabilité boursière : nouvelle donne pour la distribution financière et la gestion de patrimoine*, Revue de Droit Bancaire et financier, n°4,

juillet 2008, étude 17

- CHABERT (D.), CHANEL-RAYNAUD (G.), *Impact structurant de la DSI sur l'économie des services d'investissement en Europe*, communication présentée à l'Eurocustody seminar post-market training session Settlement and Custody in year 2000 in Europe, 30, 31 août et 1er septembre 2000
- CHAKER (S.), *Cross-border fund distribution operations : Making investment funds easily accesible to global investors, A wake up call*, Journal of Securities Operations & Custody, février 2011, Volume 4, Number 1, page 31
- CHAMPAUD (C.), *Régulation et droit économique*, Revue Internationale de Droit Économique, volume 16, n°1, 2002, page 23
- CHAPUT (Y.), *La transmission des obligations en droit bancaire français*, in IXème journées d'études juridiques Jean Dabin, page 371
- CHARTIER (Y.), *Les fonds communs de placement*, La Semaine Juridique, édition générale, 1980, II, 3001
- CHAZAL (J.-P.), VICENTE (S.), *Le transfert de propriété par l'effet des obligations dans le code civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2000, page 477
- CHVIKA (E.), *Du Security Interest sur les marchés de gré à gré soumis au droit français*, Bull. Joly Bourse, janvier-février 2003, §3, page 16
- CLEMENT (M.), *La ségrégation des avoirs, Annexes au rapport CNCT*, in *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, page 239
- COHEN-BRANCHE (M.), *La responsabilité civile du banquier en droit français et le juge de cassation : quel pouvoir ? Réflexion autour d'une politique jurisprudentielle*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, n°2, étude 19
- CORON (D.), LUCET (F.), *OPCVM et assurance-vie*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1999, n°73, page 79
- COURDIER-CUISINIER (A.-S.), *Nouvel éclairage sur l'énigme de l'obligation de donner, Essai sur les causes d'une controverse doctrinale*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2005, page 521
- COURET (A.), *La loi n°86-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, de sociétés et des opérations de bourse*, Bull. Joly 1986, page 9 et 45
- COURET (A.), *Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres*, Bull. Joly 1986, page 559
- COURET (A.), *Le « Big Bang » français*, Bull. Joly, février 1988, page 7
- COURET (A.), *ADR, EDR, nominees, trustees, partnerships, global custodians*,

- etc », in *Qu'est-ce qu'un actionnaire*, Revue des Sociétés, 1999, page 555
- CRÉDOT (F.), SAMIN (T.), *Révision de la directive 94/19/CE relative aux systèmes de garantie des dépôts*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2009, n°3
 - CREMERS (T.), *La localisation d'un compte d'instruments financiers*, Banque & Droit, mai-juin 2008, page 11
 - CRISTAU (A.), *L'exigence de sécurité juridique*, Recueil Dalloz, 2002, n°37
 - CROCQ (P.), *Gage d'instruments financiers. Constitution. Déclaration. Subrogation. Les effets de la réforme du 2 juillet 1996 sur la jurisprudence récente relative au gage de valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1996, page 952
 - DABIN (J.), *Une nouvelle définition du droit réel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 20
 - DAIGRE (J.-J.), *Précisions relatives au gage de compte d'instruments financiers, commentaire du décret du 21 mai 1997*, Droit des Sociétés, 1997, chronique n°9
 - DAIGRE (J.-J.), *La directive 1993*, Banque et Droit, n°120, juillet-août 2005, page 7
 - DAIGRE (J.-J.), ROUSSILLE (M.), *L'ordonnance du 24 février 2005 sur les garanties financières*, Droit et Patrimoine, septembre 2005, page 24
 - DAIGRE (J.-J.), FRANCOIS (B.), *Commentaire de l'ordonnance du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne*, Revue des Sociétés, 2009, page 3
 - DAIGRE (J.-J.), PAILLER (P.), *Commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers*, Revue des Sociétés, 2009, page 37
 - DAIGRE (J.-J.), *De la frontière entre le Code monétaire et financier et le Code de commerce à propos des titres financiers*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°1/2, page 200
 - DAUNIZEAU (J.-M.), *Le dépôt fiduciaire*, Banque et Droit, 1993, n°30, page 14
 - DECKERT (K.), SOTIROPOULOU (A.), *La responsabilité du dépositaire en droit de l'Union Européenne*, Revue Internationale des Services Financiers, 2014/1, page 41
 - DELATTRE (E.), *Les fonds d'investissement français*, Option Finance, 1990, n° 141 et 142
 - DELEBECQUE (P.), *Nantissement et saisie des actions de sociétés*, in *Qu'est-ce qu'un actionnaire ?*, Revue des Sociétés, 1999, page 599
 - DELFRAYSSI (C.), *Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry : Threat or opportunity ?*, Journal of Securities Operations & Custody, septembre 2013, Volume 6, Number 2, page 113

- DELION (J.-M.), *Quelle protection pour les clients de la gestion ?*, Les IXe Entretiens de la COB, Bull. COB, n°362, novembre 2001, page 9
- DELLECI (J.-M.), *Le nouveau droit de propriété des titres négociés*, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires, n°25, 23 juin 1994, page 368
- DENEUVILLE (V.), *Le revers judiciaire de RBC Dexia et SGSSS souligne la dissonance européenne*, L'AGEFI, 6 mai 2010
- DEROBERT (E.), *Pour une responsabilité proportionnée des dépositaires de fonds*, Revue Banque, janvier 2012, n°744, page 38
- DEVERS (A.), *Compétence internationale du juge français en présence de coemployeurs*, Droit Social, octobre 2012, N°2, page 140
- D'HOIR (P.), *La réforme des valeurs mobilières et des augmentations de capital*, Option finance, 6 janvier 2005, numéro spécial, page 3
- DINTILHAC (J.-P.), *Effets de la dématérialisation des titres en valeurs mobilières*, conclusions sous Cass. Crim. 30 mai 1996, RJDA, 1996.728
- DOMMEL (D.), *Le titre en compte courant et la gestion des valeurs mobilières*, Publication du Comité central d'enquête sur le coût et le rendement des services publics, novembre 1948
- DOUMIC (I.-R.), *Les relations entre gérants et Prime Brokers s'organisent*, L'AGEFI, 3 mars 2006
- DOUVRELEUR (O.), *Propos introductifs*, Bull. Joly Bourse, 01 août 2008, n°4, page 331
- DOUVRELEUR (O.), *Lehman Brothers Prime Broker*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2009, §23
- DROSS (W.), *Le singulier destin de l'article 2279 du Code civil*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 2006, page 27
- DUBERTRET (M.), MANGENET (D.), *Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009*, Recueil Dalloz, 2009, page 449
- DUSSART (S.), RODRIGUEZ (F.), THOUCH (M.), *La restitution des actifs par le dépositaire*, Bull. Joly Bourse, novembre-décembre 2008, §68
- DUVIVIER (A.), HERVO (F.), *La chaîne de traitement des opérations sur titres en Europe*, Bull. mensuel de la Banque de France, n°99, mars 2002, page 41
- EISING (R.), RASCH (D.), ROZBICKA (P.), *EU financial market regulation and stakeholder consultations*, Institute for European Studies, Université Libre de Bruxelles, Belgique, 18-19 avril 2013
- ELIET (G.), *Des fonds éthiques à l'éthique des fonds*, Bull. Joly Bourse, janvier 2002, n°1, page 8

- ENDREO (G.), CLERMONTTEL (P.), *Placement privé et appel public à l'épargne*, Revue Trimestrielle de Droit Bancaire et Bourse, 1992, n°14, page 96
- ESMEIN (P.), *Titres à ordres et au porteur*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1921, page 1
- ESMEIN (P.), *La Caisse centrale de dépôts et de virements des titres*, La Gazette du Palais, 1942, I, doctrine page 46
- FABRE-MAGNAN (M.), *Le mythe de l'obligation de donner*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1996, page 85
- FABRE-MAGNAN (M.), *Propriété, patrimoine et lien social*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1997, page 583
- FASQUELLE (D.), *Le nantissement des valeurs mobilières*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 1
- FAVERO (D.), *Pour une réforme ambitieuse des instruments financiers*, Actes pratiques, janvier-février 2004, page 3
- FERONE (G.), *Fonds éthiques : pour en finir avec la confusion*, Revue Banque, Tribune Libre, 1999
- FERON (B.), *La dématérialisation des titres cotés et la suppression des titres au porteur*, Banking and Finance Review, 2006, page 123
- FERRARY (M.), *Les ressources humaines à risque dans le secteur bancaire : une application de la gestion des risques opérationnels*, Gestion 2000, 2009, n°2, page 85-102
- FLEURIOT (P.), *La gestion de l'épargne collective exige transparence et sécurité*, La synthèse financière, 15 au 20 mars 1993
- FRISON-ROCHE (M.-A.), JOCKEY (M.), *Pourquoi existe-t-il encore des titres au porteur ?*, La semaine juridique Entreprises, 1994, I, page 344
- GAOUAOUI (S.), *Conservation d'actifs, la cour d'appel entérine la responsabilité des dépositaires*, Option Finance, 20 avril 2009, page 10
- GAUTIER (P.-Y.), *Le dépôt : exercices de qualification*, Revue des contrats, mars 2014 n°1, page 149
- GAUVIN (A.), *Désuétude ou renaissance du contrat de dépôt en matière financière ?*, Dalloz Affaires, 24 septembre 1998, n° 131
- GAUVIN (A.), ELIET (G.), *Tenue de compte-conservation : la face cachée*, Banque Magazine, page 28
- GELPI (B.), *Le droit de réutilisation*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, page 87
- GERMAIN (M.), *Les nouvelles valeurs mobilières (Loi n°85-1321 du 14*

décembre 1985), Droit des sociétés, 1986, n°18

- GERMAIN (M.), *A propos de l'arrêt Tuffier de la Cour d'appel de Paris – 16 mars 1995*, in *Annexes au rapport CNCT, Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, mai 1997, page 175
- GERMAIN (M.), KESSEDJIAN (C.), *La loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Le projet de convention de La Haye de décembre 2002*, Revue Critique de Droit International Privé, janvier-mars 2004, page 49
- GERMAIN (M.), *L'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales*, La Semaine Juridique, 2004, page 440
- GERVILLE-REACHE (P.), *Le nouveau régime des valeurs mobilières*, Revue fiduciaire, 1950, n°269, page 42
- GHESTIN (J.), *La transmission de l'obligation en droit positif français*, in *La transmission des obligations*, Journées Jean Dabin, Bruylant, LGDJ, 1980, page 3
- GINOSSAR (S.), *Pour une meilleure définition du droit réel et du droit personnel*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, page 573
- GISSINGER (P.), GAUVIN (A.), *Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers*, Revue de Droit Bancaire et de la Bourse, 1999, n°75, page 133
- GIZARD (B.), de VAUPLANE (H.), *Le transfert de propriété des titres cotés*, Revue Banque, mars 1994, page 66
- GORE (F.), *Le nouveau régime des valeurs mobilières*, La Semaine Juridique, 1951, n°1, page 943
- GORE (F.), *Le transfert de propriété dans la vente des choses de genre*, Recueil Dalloz, 1954, page 175
- GOUTAY (P.), *La dématérialisation des valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1999, §89, page 415
- GOUTAY (P.), *La notion de valeurs mobilières*, Recueil Dalloz, 1999, chroniques, page 226
- GOUTAY (P.), *La notion d'instrument financier*, Droit & Patrimoine, mai 2000, n° 82
- GOUTAY (P.), *Titres au porteur et incorporation : réfutation d'une théorie*, Bull. Joly, 2001, §117, page 478
- GOUTAY (P.), *Le transfert de propriété des instruments financiers : de l'aboutissement d'une réforme décennale*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2005, page 47

- GOUTAY (P.), *Transfert de propriété des instruments financiers*, Bull. Joly Bourse, 01 juillet 2006, n°4, page 491
- GOUTAY (P.), *Obligation de restitution des dépositaires, les arrêts du 8 avril 2009 de la Cour d'appel de Paris*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n° 2
- GOUTAY (P.), *Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers, Pour une approche moderne et non conservatrice*, Banque et Droit, juillet-août, n°126
- GOUTAY (P.), *Responsabilité du dépositaire Le débat est-il clos ?*, Banque et Droit, juillet-août 2010, n° 132
- GOYET (C.), RONTCHEVSKY (N.), STORCK (M.), *Chroniques*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2001, page 169
- GOYET (C.), *Les titres de créance : une catégorie nouvelle, à mi-chemin entre valeurs mobilières et instruments financiers*, Petites Affiches, 28 mars 2002, n°63, page 4
- GRANIER (T.), *La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance n°2009-80 du 22 janvier 2009*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars 2009, n°2, étude 10, page 7
- GRILLET-BROSSIER (S.), *Les contrats de garantie financière avec droit de réutilisation ont un régime comptable*, Revue Banque, septembre 2006, page 103
- GROSJEAN (P.), *La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété*, Petites Affiches, 16 février 2005, page 7
- GUILHAUMAUD (P.), *La responsabilité civile des dépositaires d'OPCVM*, Banque et Droit, 1992, page 155
- GUYENOT (J.), *Aspects juridiques et pratiques de la location, du prêt et de la vente à réméré de valeurs mobilières émises par les sociétés anonymes*, Petites Affiches, n°51/28, avril 1978, page 9
- GUYENOT (J.), *Droit pratique des nouvelles valeurs mobilières*, Petites Affiches, 1984, n°122
- GUYON (Y.), *Aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières*, Revue Société, 1984, page 451
- HANNON (C.), *La déontologie des activités financières : contribution aux choses actuelles sur le néo-corporatisme*, Revue Trimestrielle de Droit commercial, 1989, page 417
- HEENEN (J.), *Le transfert des risques et le transfert de la propriété dans les choses de genre*, Revue Internationale de Droit Comparé, 1954, page 109

- HONORAT (J.), *Inscription en compte des valeurs mobilières françaises*, Répertoire Defrenois, 1985, article 33470 ; et 1986, article 33672
- HOVASSE (H.), *Commentaire de la réforme des fonds communs de placement à risque*, Droit des sociétés, mars 1997, page 22
- HOVASSE (H.), *Transfert de propriété*, Droit des sociétés, février 2007, commentaire 31
- JACQUET (J.-M.), *Aperçu de l'œuvre de la Conférence de la Haye de droit international privé dans le domaine économique*, Journal de Droit International, 1994, page 5
- JALADE (P.), *Règles de conduite et déontologie des gérants de SICAV et fonds communs de placement*, Petites Affiches, 26 octobre 1988, page 12
- JAUBERT (P.), *De la fongibilité et de la consomptibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1945, page 71
- JEANTET (F.-C.), *Le dépôt collectif de titres au porteur à la Caisse centrale de dépôt et de virement des titres*, Journal des sociétés, 1945, page 161
- JEANTIN (M.), *Les prêts de titres*, Revue des Sociétés, 1992, page 465
- JEANTIN (M.), *Observations sur la notion de catégorie d'actions*, Recueil Dalloz, 1995, chroniques, page 88
- JESTAZ (P.), *Fonds communs de placement*, Revue Trimestrielle de Droit civil, 1980, page 180
- JOSSERAND (L.), *La transformation du droit des obligations et des contrats depuis la promulgation du Code civil français*, in *Livre Souvenir des Journées de droit civil français de Montréal*, page 29
- JOSSERAND (L.), *Aperçu général des tendances actuelles de la théorie des contrats*, Revue Trimestrielle, 1937, page 1
- JULIOT (C.-L.), *Essai d'une nouvelle théorie sur les titres nominatifs et leur transfert*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1933, page 33
- KARLIN (M.), *Responsabilité des teneurs de compte conservateurs*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2010, n° 2
- KARYOTIS (C.), *Rétrospective et perspective : six décennies de comptes courants de titres*, Revue d'Économie Financière, 1 mars 2010, page 73
- KEITH (J.-F.), RIMBERT (S.), *Vers une harmonisation des règles françaises du transfert de propriété des titres*, Revue Banque, janvier 2005, page 25
- de LABROUE de VAREILLES-SOMMIERES (G.), *Définition et notion juridique de la propriété*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1905, page 443
- LANDIER-JUGLAR (A.), *La fonction dépositaire d'OPCVM en question*,

Analyse Financière, 2009, n°33, page 13

- LANDIER-JUGLAR (A.), *Le rôle indispensable sinon surdimensionné du dépositaire*, Revue Banque, novembre 2012, n° 753, page 68
- LANGLET (P.), MARLY (P.-G.), *La localisation des instruments financiers dématérialisés*, Banque et Droit, septembre-octobre 200, page 3
- LAPRADE (F.-M.), *Le problème de la responsabilité des intermédiaires est lié au régime de propriété*, L'AGEFI, 4 juin 2009
- LASSALAS (C.), *La nature de la convention de tenue de compte*, Petites Affiches, 18 novembre 1996, n°139, page 7
- LASSERRE CAPDEVILLE (J.), *L'obligation de sécurité du banquier*, Banque & Droit, juillet-août 2007, n°114
- LAUDE (A.), *La fongibilité*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1995, page 307
- LAULOM (S.), *Les droits du travail européens face à la crise*, ERA Forum, octobre 2014, volume 15, Issue 3, pages 325-336
- LEBORGNE (A.), *Responsabilité civile et opérations sur le marché boursier*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, avril-juin 1995
- LE CALVEZ (J.), *Les formes des valeurs mobilières*, Juris Classeur, 1985, fascicule 112.20
- LE CALVEZ (J.), *La tenue de compte des valeurs mobilières*, Juris Classeur, 1985, fascicule 112.22
- LE CANNU (P.), *L'ambiguïté d'un concept négatif : les valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1993, §113, page 395
- LE CANNU (P.), *Sur la nature des valeurs mobilières dématérialisées*, Joly Bourse, n°6, 1996, page 597
- LE NABASQUE (H.), *Date du transfert de propriété en cas de cession d'actions « non cotées »*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2007, n°1, page 37
- LE NABASQUE (H.), PIETRANCOSTA (A.), *Propositions de modification des dispositions du code de commerce relatives aux titres financiers complexes*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n°4-2013/ n°1-2014, page 98
- de LENCQUESAING (E. F.), *Twenty years of dematerialization in France : thoughts for Europe ? Impacts on regulation (CESR-ESCB)*, in *20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales*, sous la direction de H. de VAUPLANE, Revue Banque Edition, 2005, page 143
- LEPELTIER (D.), *Dématérialisation : inscription en compte et circulation des*

titres non admis en SICOVAM, Semaine juridique CI, 1984, II, 14 275

- LEROY (P.-H.), *De l'intérêt du droit de vote pour les gestionnaires de fonds*, in *La gestion pour compte de tiers*, Banque et Stratégie, n°133, décembre 1996, page 32
- LEVY-ULLMANN (H.), *Essai sur les titres nominatifs et sur la responsabilité des agents de change et des débiteurs dans la transmission de ces titres*, Annales de droit commercial, 1897, pages 50 et 117
- L'HOMME (J.), CAFFARD (C.), *Garanties financières et gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n°1, janvier 2007, dossier 5
- LIBCHABER (R.), *Le dépôt d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82
- de LIMA (P.), *L'intégration du système boursier en Europe et ses enjeux face au système américain*, Problèmes économiques, n°2.888, 7 décembre 2005, page 2
- LUCAS (F.-X.), *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly Sociétés, 01 août 2000, n° 8-9, page 765
- MAFFEI (A.), *De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français*, Revue de Droit Uniforme, 2005, page 237
- MAGNIER (V.), *Le nantissement d'actions indisponibles*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2002, page 433
- MAILLARD (R.), *Les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) : quels changements ?*, Petites Affiches, 22 février 2001, n°38, page 32
- MARTIN (D.-R.), *Aspects juridiques du virement*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1989, n°15, page 149
- MARTIN (D.-R.), *De la nature corporelle des valeurs mobilières*, Dalloz, 1996, Chroniques, page 47
- MARTIN (D.-R.), *De l'inscription en compte d'actifs scripturaux*, Recueil Dalloz, 1998, chroniques page 15
- MARTIN (D.-R.), *Valeurs mobilières : défense d'une théorie*, Recueil Dalloz, 2001, page 1228
- MARTIN (D.-R.), *Du corporel*, Recueil Dalloz, 2004, chroniques page 2285
- MERKIN (C.), de SAINT-MARS (B.), *Transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières, le nouvel article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1994, page 2
- MERKIN (C.), de SAINT-MARS (B.), *Clause résolutoire et transfert de propriété sur le marché des valeurs mobilières ou la difficile adaptation d'un mécanisme de droit civil au droit boursier*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, juillet-août 1994, page 163

- MERVILLE (A.-D.), *Quelles réponses juridiques à l'affaire Madoff ?*, Banque et Stratégie, mars 2009, page 20
- MIGEOT (P.), *La dématérialisation des valeurs mobilières françaises*, Banque, 1984, page 827
- MOJUYE (B.), « Titres financiers » et « securities » au regard de l'article 8 du *uniform commercial code (UCC)*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mars-avril 2009, page 86
- MOULY (C.), *Faut-il retarder le transfert de la propriété ?*, in *Faut-il retarder le transfert de la propriété, Cahiers de droit de l'entreprise*, Semaine Juridique Entreprises, supplément 5/1995, page 1
- MOURY (J.), *De l'indivisibilité entre les obligations et entre les contrats*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1994, page 255
- MOUSSERON (J. M.), *Valeurs, biens, droits*, in *Mélanges en hommage à A. BRETON et F. DERRIDA*, Dalloz, 1991, page 277
- MOUY (S.), de VAUPLANE (H.), *Dématérialisation et titres internationaux*, Revue Banque, 1995, n°565, page 56
- MULLER (A.-C.), *Responsabilité du teneur de compte titres*, Revue de droit bancaire et financier, mai-juin 2008, §92
- MULLER (A.-C.), *La régulation bancaire et financière dans l'Union européenne après la crise*, Bulletin Joly Bourse, juillet 2015, n°7-08, page 348
- MULLER (C.), BRAUNSTEIN (C.), *UCITS VI: In practise*, Journal of Securities Operations & Custody, octobre 2013, Volume 6 Number 3, page 220
- NEUVILLE (S.), *Les trackers*, Recueil Dalloz, 2001, page 2730
- NICOLET (M.-A.), *Renouveau de la titrisation et impact sur la maîtrise des risques*, Revue Banque, avril 2015, n°783, pages 49-52
- NIZARD (F.), *Le transfert de propriété des valeurs mobilières, une réforme inachevée*, Revue des Sociétés, 2004, page 619
- OHL (D.), *Aspects de la réforme du droit de valeurs mobilières*, Bull. Joly Bourse, 2004, §149, page 689
- OPPETIT (B.), *La notion de valeurs mobilières*, in *L'Europe et les valeurs mobilières*, Banque et Droit, Hors série, 1992, page 4
- PACLOT (Y.), *L'introuvable notion d'instrument financier*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n° 4, juillet 2008, repère 10
- PACTET (C.), *De la réalisation de la novation*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1975, page 435 et page 653
- PELTIER (F.), *Le transfert de propriété des titres sur le marché réglementé*,

Banque et Droit, janvier-février 1994, page 53

- PETIT (G.), *Présentation et orientations de la réforme du droit des instruments financiers*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°1/2, page 42
- PIETRANCOSTA (A.), *La protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital après l'ordonnance du 24 juin 2004*, Revue de Droit Bancaire et Financier, n°5, septembre 2004, dossier 100068, page 373
- POULLE (J.-B.) et TOLI (G.), *Directive AIFM et Proposition de Directive OPCVM V: quelles conséquences sur la responsabilité des dépositaires en matière de délégation de conservation ?*, Revue de Droit Bancaire et Financier, octobre 2013, n°4, étude 18
- PRAICHEUX (S.), *La transposition en droit français de la directive européenne sur les contrats de garantie financière*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2006, page 56
- PRIEUR (J.) et BIENVENU-PERROT (A.), *Le transfert de propriété dans les cessions d'instruments financiers*, Droit et Patrimoine, mai 2000, n° 82
- PRÜM (A.), *Controverses autour du passeport européen des sociétés de gestion d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2007
- PRÜM (A.), *Faillite de Lehman Brothers, les dépositaires d'OPCVM sous pression*, Revue de Droit Bancaire et Financier, 2009, page 1
- PRÜM (A.), RIASSETTO (I.), *La fonction de conservation du dépositaire, source de responsabilité civile*, Bull. Joly Bourse, 2009, page 191
- PUEL (S.), *Prime Brokerage, la réglementation évolue*, Banque et Stratégie, n°224, 2005, page 13
- QUERE (M.), GAUVIN (A.), *Information financière et Internet*, Dalloz Affaires, 1990, page 101
- RAMEIX (G.), *Gestion alternative: le modèle français est-il exportable?*, Les échos, 22 octobre 2009
- RAZOULS (P.), *La nature juridique d'un ordre de virement de titres en SICOVAM*, La Semaine Juridique, 1953, 1, 7, page 488
- REMY (P.), *Le dépôt est un contrat comme les autres (une relecture de Flexible droit)*, Revue des contrats, mars 2014, n°1, page 143
- REVET (T.), *Les différentes ventes*, in *Faut-il retarder le transfert de propriété ?*, Cahiers de droit de l'entreprise, Semaine juridique Entreprise, 1995, supplément 5/1995, page 8
- REVET (T.), *Le Code civil et le régime des biens : questions pour un bicentenaire*, Droit et Patrimoine, mars 2004, n°124, page 20
- REYGROBELLET (A.), *Le droit de propriété du titulaire des instruments*

- financiers dématérialisés*, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 1999, page 309
- REYGROBELLET (A.), LE NABASQUE (H.), *L'inscription en compte des valeurs mobilières*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet 2000, n°4
 - REYGROBELLET (A.), *Le nouveau paysage juridique des instruments financiers en droit français*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°1/2, page 169
 - REYGROBELLET (A.), *Fonds « Madoff » : nouveaux développements jurisprudentiels*, Option Finance, janvier 2015, n°1300, page 27
 - RIASSETTO (I.), PRÜM (A.), Bull. Joly Bourse, mai-juin 2009, §28
 - RIASSETTO (I.), *Obligation de restitution du dépositaire d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, juillet-août 2010, n° 161
 - RIASSETTO (I.), *L'ordonnance n° 2011-915 du 1er août 2011 et les dépositaires d'OPCVM*, Revue de Droit Bancaire et Financier, septembre-octobre 2011, §178
 - RIASSETTO (I.), *Défaut de remise du prospectus d'un OPCVM*, Revue de Droit bancaire et financier, mai 2013, n°3, page 110
 - RIASSETTO (I.), *Transposition de la directive AIFM : dépositaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA)*, Revue de Droit bancaire et financier, septembre 2013, n°5, page 175
 - RIASSETTO (I.), *Quelles différences entre la directive OPCVM V et la directive AIFM ?*, Revue de Droit bancaire et financier, juillet 2014, n°4, commentaire 152
 - RIPERT (G.), *Le régime des valeurs mobilières et le décret du 4 août*, Revue des sociétés, 1949, page 261
 - RIPERT (G.), *La revendication des valeurs mobilières déposées en compte courant*, Revue Banque, décembre 1949, page 729
 - ROBINE (D.), *La réforme du transfert de propriété des valeurs mobilières*, Petites Affiches, 22 septembre 2005, page 49
 - ROUAUD (A.-C.), *Le moment du transfert de propriété des titres financiers négociés sur le marché réglementé*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, 2009, n°4, page 110
 - SAINT-PE (S.), *L'harmonisation européenne du droit des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Bull. Joly Bourse, 01 avril 2011, n°4, page 280
 - SAVATIER (R.), *Essai d'une présentation nouvelle des biens incorporels*, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1958, page 331
 - SCHERER (P.), *Trusts & Trustees in Germany*, Journal of Banking law & Regulation, 2009, Volume 24, Issue 5

- SCHMIDT (D.), *Le régime actuel des valeurs mobilières*, Revue de Droit Bancaire et Bourse, mai-juin 1987, page 43
- SCHNAITT (G.), *Investigating the role of the sub-custodian in risk mitigation and who bears the sub-custodian risk*, Journal of Securities Operations & Custody, hiver 2014, Volume 7, Number 2, page 107
- SCRIMGEOUR (B.), *Assets or liabilities ? Custodian risk in the new paradigm*, Journal of Securities Operations & Custody, juin 2011, Volume 4, Number 2, page 112-121
- SEJOURNE (B.), *Quelle maîtrise les ménages ont-ils de leur épargne ?*, Revue Projet, juin 2014, n°343, page 19
- SENEQUIER (D.), LESERVOISIER (R.), *Les FCPR disposent maintenant d'une réglementation spécifique*, Banque et Droit, n°74, novembre-décembre 2002, page 12
- SIEBEL (R.), *Les notations de risque de crédit et de marché pour un OPCVM*, Banque et Stratégie, janvier 1996, page 27
- SIGUOIRT (L.), *La garantie des dépôts*, Revue de Droit Bancaire et Financier, janvier-février 2009, n°1
- SINGH (M.), AITKEN (J.), *Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*, International Monetary Fund Working Paper, Appendix I. Securities Exchange Act's rule 15C3-3
- SMALLHOOVER (J.), *La commercialisation d'OPCVM étrangers en France*, MTF, 1995, n°72, page 15
- STORCK (M.), *Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement*, Bull. Joly Bourse, mai 2007, n°3, page 311
- STORCK (M.), *Gestion collective*, Revue de Droit Bancaire et Financier, mai-juin 2009, n°3
- STORCK (M.), *Particularisme de l'obligation de restitution incombant au dépositaire*, Revue Trimestrielle de Droit Commerciale, 2010, page 573
- STORCK (M.), *Transposition de la directive AIFM : présentation générale*, Revue de Droit bancaire et financier, septembre 2013, n°5, page 173
- STORCK (M.), *Directive OPCVM V, Harmonisation des régimes de sanctions applicables aux gestionnaires d'OPCVM*, Revue de Droit bancaire et financier, juillet 2014, n°4, commentaire 153
- TARDIVEAU (J.-F.), *La Cour de cassation confirme l'obligation de restitution des dépositaires*, L'AGEFI, 5 mai 2010
- TIXIER (F.), *Garanties à double fonds pour les OPCVM*, MTF, 1992, n°40

- TIXIER (F.), *Gestion pour compte de tiers*, Banque et Stratégie, décembre 1996, n°133
- TORCK (S.), *La directive Prospectus 2010/73 enfin transposée dans le Code monétaire et financier*, Droit des Sociétés, janvier 2013, n°1, commentaire 11
- TORCK (S.), *L'obligation d'information incombant au PSI qui intervient comme récepteur-transmetteur d'ordre en qualité de commissionnaire*, Droit des sociétés, février 2015, n°2, Commentaire 32
- VANDERHEYDEN (K.), *Central Securities Depositories Regulation : The next systemic crisis waiting to happen ?*, Journal of Securities Operations & Custody, printemps 2015, Volume 7, Issue 3, page 242
- VASSEUR (M.), *Essai sur le présence d'une personne à un acte juridique accompli par d'autres*, Revue Trimestrielle, 1949, page 173
- VASSEUR (M.), Revue Droit, 1987, page 293
- de VAUPLANE (H.), *Le régime juridique du transfert*, Banque et Droit, n°35, mai-juin 1994, page 13
- de VAUPLANE (H.), *Définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure*, Revue Banque, février 2009, page 84
- de VAUPLANE (H.), DAIGRE (J.-J.), de SAINT-MARS (B.), BORNET (J.-P.), Banque et Droit, mars-avril 2009, n° 124, page 33
- de VAUPLANE (H.), *Les enjeux de la réforme de la directive MIF pour la place de Paris*, Revue Banque, février 2010, page 81
- VEAUX-FOURNERIE (P.), *Fongibilité et subrogation réelle*, in *Le gage commercial*, 1953, page 138
- VIANDIER (A.), *Les nouveaux fonds communs de placement*, Revue des sociétés, 1980, page 241
- VIANDIER (A.), *L'Europe et le droit des valeurs mobilières*, Bull. Joly, 1991, §205, page 575
- VINEY (G.), *La faute de l'investisseur en bourse « non averti » justifiant un partage de responsabilité avec l'intermédiaire financier qui a manqué à ses obligations de mise en garde et de conseil*, Revue des Contrats, juin 2015, n°2, page 235
- de WATRIGANT (C.), *Instrument financier et valeur mobilière*, Petites Affiches, n°84, 28 avril 2010, page 6
- WEBER (R.), GRUENEWALD (S.), *UCITS and the Madoff scandal: liability of depositary banks?*, Butterworth Journal of International Banking and Financial Law, juin 2009
- WIGNY (P.), *Responsabilité contractuelle et force majeure*, Revue Trimestrielle

de Droit Civil, 1935, page 19

- WITZ (C.), *Les sûretés mobilières anglo-américaines au regard du droit français des sûretés*, Revue de Droit Bancaire, juin-juillet 1992, page 143
- YIP (A.), *Prime Brokerage, The future of Prime Brokerage in the UK*, The hedge fund journal, décembre 2008-janvier 2009

Jurisprudence et notes

- Ordonnance de référé du 15 janvier 2009, rendue par la Vice-Présidente au Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg
- Tribunal d'arrondissement de et à Luxembourg, Jugement du 4 mars 2010

- CA Agen, 27 février 1985 ; D. 1987.293
- CA Paris, 9^{ième} chambre, section B, 16 mars 1995 : Banque et droit, mars-avril 1995, note F. PELTIER ; Bull. Joly Bourse, 1995, p. 193 §40, note S. MOUY et H. de VAUPLANE
- CA Limoges, 9 février 2005, Juris-data, n°2005-27161 ; Bull. Joly Bourse, 2005, page 270, §80, note L. RUET
- CA Paris, 1^{ère} chambre, Section H, Arrêt du 08 avril 2009, RG n°2008/22085, RG n° 2008/22106 et RG n°22218
- CA Luxembourg, Chambre commerciale, 15 juillet 2014, n°36517

- Cass. Civ., 9 novembre 1915
- Cass. Civ., 1^{ère}, 29 mars 1978 ; Bull I, n°126
- Cass. Civ., 2 octobre 1980, n° 79-13302
- Cass. Civ., 1^{ère}, 24 février 1981 ; Dalloz 1982, page 479, note D. MARTIN ; Semaine Juridique 81 IV page 665 ; Revue Trimestrielle de Droit Civil 1992, page 392, observation J. MESTRE.
- Cass. Civ. 1^{ère}, 7 février 1984, n° 82-16655
- Cass. Civ., 1^{ère}, 28 mai 1984 ; Bull. Civ. n°173
- Cass. Civ., 12 décembre 1984, n°83-13608

- Cass. Civ., 3^{ième}, 29 juin, 1988 ; Bull. Civ. III, n°119 ;
- Cass. Civ., 29 novembre 1988 ; Bull. I, n° 341

- Cass. Civ., 3^{ième}, 12 décembre 1990 ; Bull. Civ. III, n°260 ; RJDA 1991, n°92
- Cass. Civ. 16 juillet 1992 ; Bull. Civ. I, n°238, page 157

- Cass. Civ., 2^{ème}, 5 janvier 1994 ; Bull. Civ. II, n°13
 - Cass. Civ., 1^{ère}, 22 novembre 1994 ; Responsabilité civile et assurance, 1994, commentaire n°22
 - Cass. Civ., 1^{ère}, 28 novembre 1995, « Le Bouhris c/ Quere » ; Dalloz Affaires, 1996, n°3, page 74
 - Cass. Civ., 2^{ème}, 18 décembre 1995 ; Bull. Civ. II, n°315 ; Dalloz 1997, page 188, observation A. LACABARATS
 - Cass. Civ., 2^{ème}, 29 mai 1996 ; Bull. Civ. II, n°117 ; Responsabilité civile et assurance, 1998, commentaire n°244
 - Cass. Civ., 3^{ème}, 9 décembre 1998 ; Responsabilité civile et assurance, 1999, commentaire n°42
 - Cass. Civ., 1^{ère}, Audience publique du 5 janvier 1999, n° 97-13793
 - Cass. Civ., 1^{ère}, 16 février 1999 ; Droit des sociétés, 1999, commentaire n°63, observation H. HOVASSE ; Revue de Droit Bancaire et Boursier, 1999, page 101, observations M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE
 - Cass. Civ., 1^{ère}, 30 mars 2005 ; Bull. Civ., 2005, I, n° 157
-
- Cass. Com., 9 novembre 1874 ; D.P. 1875.1.154
 - Cass. Com., 3 décembre 1957 ; Bull. III, n°331
 - Cass. Com., 20 avril 1977 ; Bull. Civ. I n°182, page 143 ; Dalloz 1978 IR page 102, observations VASSEUR
 - Cass. Com., 17 fév 1981 ; Bull civ IV n° 86 ; voir aussi civ 1, 19 janvier 1982, D. 1982.457, note C. Larroumet, JCP édition générale 1984, II, 20215, note F. Chabas
 - Cass. Com., 15 janvier 1985 ; Bull. Civ. 1985, IV, n°23
 - Cass. Com., « Korzilius », 22 novembre 1988 ; Bull. Civ. IV, n°322, page 216 ; Bull. Joly, 1989.84
 - Cass. Com., « Nortène », 24 janvier 1989 ; Bull 1989, IV, n°39 ; La Semaine Juridique Entreprises et Affaires, 1984, IV, page 114
 - Cour de Cassation, Chambre commerciale, 9 janvier 1990, n° 88-17.291
 - Cass. Com., 27 mars 1990 ; Dalloz 1991, page 290, n°5, note F.-X. TESTU
 - Cass. Com., 23 octobre 1990 ; Bull IV, n°243
 - Cass. Com., 19 mars 1991
 - Cass. Com., 5 novembre 1991, Arrêt Buon ; Bull. IV, n°327, page 227 ; RJDA 1/92, n°26 ; Bull. Joly Bourse 1993, page 292, note de PELTIER.
 - Cass. Com., 23 novembre 1993 : Bull civ., IV, n°431, page 313 ; Bull. Joly 1994, page 93, note de D. LEPELTIER ; Droit des Sociétés 1994, n°41, observations de H. HOVASSE ; Petites Affiches, 3 mai 1996, page 9, note de H. CAUSSE.

- Cass. Com., 22 février 1994, « Delbats c/ Servat » ; RJDA, juillet 1994, n°812, page 642
- Cass. Com., « Aubertin » 1997 ; Bull. Civ., IV, n°186, page 163 ; Bull. Joly, 1997.859, note de J.-J. DAIGRE ; Banque et Droit, 1997, n°55, page 30, note de H. DE VAUPLANE
- Cass. Com., 25 novembre 1997 ; Bull. Civ. IV, n°308 ; Dalloz Affaires, 1998, page 65 ; Responsabilité civile et assurance, 1998, commentaire n°43 ; Revue Trimestrielle de Droit Civil 1998, page 386, observations P. JOURDAIN ;
- Cass. Com., 19 mai 1998 ; Bull. Civ. IV, n°161, page 130 ; Dalloz 1998, page 551, note de D.-R. MARTIN ; Semaine Juridique 1998.1663, note de H. HOVASSE
- Cass. Com., 22 octobre 2002 ; Juris-data 2002-016193.
- Cass. Com., 11 octobre 2005 ; Bull. Civ. n°206 ; R.D.C 2006.000
- Cass. Com., Audience publique du 29 janvier 2008, n° 06-19.624
- Cass. Com., 19 février 2008 : Droit des sociétés, 2008, n°189, note T. BONNEAU ; Revue de Droit Bancaire et Financier, 2008, commentaire n°92, note A.-C. MULLER
- Cass. Com., 4 mai 2010, n° 09-14187
- Cass. Com., 4 novembre 2014, n°13-24196
- Cass. Com., 25 novembre 2014, n°13-18414

- Cass. Crim., 3 novembre 1967, n° 66-93132
- Cass. Crim., 30 mai 1996, Tuffier, Py, Souffrant, Thilloy, Spire, Juris-Data, n°1996-002195 ; Bull. n°224 ; Revue de Droit Bancaire et Bourse, n°56, juillet-août 1996, page 175, note M. GERMAIN et M.-A. FRISON-ROCHE, Revue des Sociétés, 1996.831, note Bouloc ; Revue de Droit Bancaire et Bourse, 1996, page 175, note M. GERMAIN et M.-F. FRISON-ROCHE ; Droit des sociétés, 1996, commentaire n°156, note H. HOVASSE ; Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1988, page 137, observation F. ZENATI ; Revue des sociétés, 1996, page 807, observation B. BOULOC
- Cass. Crim., 1er octobre 1997 ; Responsabilité civil et assurance, 1998, commentaire n°42 ;

- Commission des sanctions de l'AMF, Décision à l'égard de la Banque Sanpaolo (devenue Banque Palatine), 3 novembre 2005
- Commission des sanctions de l'AMF, Décision à l'égard de la Société Financière Galilée et de M. Frédéric Ohana, 19 juin 2007
- Commission des sanctions de l'AMF, Décision à l'égard de la société Agilis Gestion, 15 mai 2008

Textes légaux nationaux

- Arrêté du 6 septembre 1989 pris pour l'application de la loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances
- Arrêté du 18 avril 2007 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers
- Arrêté du 25 juillet 2013 relatif aux dépositaire de fonds d'investissement alternatifs, pris en application de l'ordonnance n°2013-676
- Circulaire de la Commission de Surveillance du Secteur Financier 08/372, du 5 septembre 2008
- Circulaire de l'Institut monétaire luxembourgeois n° 91-75 du 21 janvier 1991
- Code civil
- Code de commerce
- Code monétaire et financier
- Code pénal
- Code de procédure civile
- Décret 49-1105 du 4 août 1949, relatif au régime des valeurs mobilières ainsi qu'aux modalités de liquidation de la caisse centrale de dépôts et de virement des titres (C.C.D.V.T)
- Décret 2000-1307 du 26 décembre 2000 modifiant le décret 84-708 du 24 juillet 1984 pris pour application de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit
- Décret 2008-1312 du 12 décembre 2008 pris pour l'application des articles L.214-19, L.214-30 et L.214-34-1 du Code monétaire et financiers relatifs aux organismes de placements collectif en valeurs mobilières. Commentaires de F. BUSSIÈRE, Banque et Droit, 2008, n°122, page 38 ; M. STORCK, Revue Trimestrielle de Droit Commercial, 2009, page 169
- Instruction de l'AMF n°2005-01 du 25 janvier 2005
- Instruction de l'AMF n°2009-07 du 23 juin 2009
- Loi de finance pour 1982 n°81-1160 du 30 décembre 1981
- Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984, relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit
- Loi n° 92-665 du 16 juillet 1992.
- Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 modifiée de modernisation des activités

financières, dite loi MAF, article 70-1

- Loi n° 99-532 du 25 juin 1999
- Loi de sécurité financière n°2003-706 du 1er août 2003
- Ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale
- Ordonnance n° 2008-1081 du 23 octobre 2008 réformant le cadre de la gestion d'actifs pour compte de tiers
- Ordonnance 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers
- Ordonnance n°2011-915 du 1er août 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs
- Ordonnance 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs
- Ordonnance n°2014-863 du 31 juillet 2014 relative au droit des sociétés, prise en application de l'article 3 de la loi n°2014-1 du 2 janvier 2014 habilitant le Gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises
- Règlement général de l'AMF
- Règlement n° 99-05 relatif à la garantie des dépôts et autres fonds remboursables reçus par les établissements de crédit ayant leur siège social en France ainsi que dans la Principauté de Monaco
- Règlement du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière n° 99-14 du 23 septembre 1999 relatif à la garantie des titres

Textes légaux internationaux

- Allemagne, Kapitalanlagegesetzbuch (Code de l'investissement)
- Commission des Communautés Européennes, Livre Blanc sur l'amélioration du cadre régissant le marché unique de fonds d'investissement, SEC(2006)1451 et SEC(2006)1452
- Commission Européenne, (19 mars 2012), Green Paper on Shadow Banking, Bruxelles
- Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2004) 207final, du 30 mars 2004
- Consultation publique de la commission européenne sur la fonction du dépositaire

d'OPCVM, 3 juillet 2009

- Convention d'UNIDROIT sur les règles matérielles relatives aux titres intermédiés, Genève, 9 octobre 2009
- Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
- Directive 93/22/CEE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières
- Directive 94/19/CE du Parlement Européen et du Conseil, du 30 mai 1994, relative aux systèmes de garantie des dépôts
- Directive 2001/107/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 janvier 2002 modifiant la directive 85/611/CEE du Conseil portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) en vue d'introduire une réglementation relative aux sociétés de gestion et aux prospectus simplifiés
- Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers et qui fournit également les services auxiliaires de garde et d'administration d'instruments financiers pour le compte de clients
- Directive 2006/49/CE du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2006 sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, y compris les exigences de fonds propres liées au risque opérationnel
- Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement Européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive
- Directive 2009/65/CE du Parlement Européen et du Conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)
- Directive 2011/61/UE du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissements alternatifs AIFM
- Directive 2014/91/UE du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 modifiant la directive 2009/65/CE portant des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), pour ce qui est des fonctions de

dépositaire, des politiques de rémunération et des sanctions

- Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 11 novembre 2010 en vue de l'adoption de la directive 2010/75/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE
- Projet de Directive AIFM
- UK, (2009), Banking Act
- US Code of Federal Regulations
- US, (2010), Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
- US, (1940), Investment Adviser Act
- US, (1940), Investment Company Act
- US, Uniform Commercial Code
- US, Washington Revised Code RCW 39.58.010

Autres sources

- AMF, (février 2005), La fonction de dépositaire en France : cadre juridique – Bilan et préconisations, *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers*, n°11
- AMF, (2006), Rapport annuel
- AMF, (2008), Rapport annuel
- AMF, (octobre 2009), L'investissement en SICAV et FCP (OPCVM)
- AMF, (1er trimestre 2010), La lettre de la régulation financière, n° 15
- AMF, (juillet 2013), Guide des mesures de modernisations apportées aux placements collectifs français, fourni par l'AMF (juillet 2013)
- ANDRIA (G.), *Les mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union Européenne*, COM(2002) 257 - C5-0325/2002 – 2002/2169(COS), octobre 2002
- ANSA (Bull.), *Régime du transfert de propriété des titres sur le marché au comptant*, Comité juridique du 3 mai 1995, Communication n°2782
- ANSA (Bull.), *Ordre de mouvement sur titres non cotés*, mai 2002, Communication n° 3108
- ANSA (Bull.), *Régime de transfert de propriété des valeurs mobilières non admises aux négociations sur un marché réglementé*, Comité juridique du 9 février 2005, Communication n°05-014

- ANSA (Bull.), *Un teneur de compte conservateur à l'étranger peut-il être intermédiaire inscrit auprès d'un dépositaire central français sans avoir de succursale ni de relais chez un sous-conservateur en France ?*, Comité juridique du 6 avril 2005, Communication n°05-029
- ANSA (Bull.), *Cession de titres non cotés : date du transfert de propriété*, Comité juridique du 9 mai 2007, Communication n°07-023
- Dictionnaire Gaffiot
- Dictionnaire Larousse
- Centre d'étude de la responsabilité, *Le sentiment de la responsabilité*, Université de Tours, mai 1984
- Centre National des Ressources Textuelles et Lexicales
- CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function
- Commission des Opérations de Bourse, *Les modes de détention des valeurs mobilières étrangères par le public aux États-Unis*, Bull. COB, juillet-août 1993, n°271, Supplément « études » n°73
- Committee of European Securities Regulators, *Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries*, janvier 2010
- Conseil National du Crédit, *Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit*, janvier 1993
- European Banking Authority, site officiel <http://www.eba.europa.eu/>
- European Commission, (26 juillet 2012), Consultation Document, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Bruxelles, disponible sur http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/ucits/ucits_consultation_en.pdf
- European Fund and Asset Management Association, Annual Report 2009
- European Insurance and Occupational Pension Authority, site officiel <https://eiopa.europa.eu/>
- European Securities and Market Authority, site officiel <http://www.esma.europa.eu/fr>
- European System of Financial Supervisors, site officiel http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/en/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html
- European Systemic Risk Board, site officiel <https://www.esrb.europa.eu/home/html/index.en.html>

- European Trustee & Depository Forum, Response to the EC Consultation paper on the UCITS Depository
- Financial Conduct Authority, site officiel <http://www.fca.org.uk/>
- Financial Stability Board, (29 août 2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos
- Fonds de Garantie des Dépôts, site officiel <http://www.garantiedesdepots.fr>
- Groupe d'Action Financière, site officiel <http://www.fatf-gafi.org/fr/>
- Investment Company Institute Global, (18 October 2012), Comment Letter on Consultation on Product Rules, Liquidity Management, Depository, Money Market Funds and Long-term investments in the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Bruxelles
- Les jugements dans l'affaire Madoff mettent les actionnaires sur un pied d'égalité, (5 mars 2010), Luxembourg for Finance
- Madoff : Deminor déplore la décision de la justice luxembourgeoise, (5 mars 2010), L'AGEFI
- Madoff / le jugement luxembourgeois contre l'UBS du 15 janvier 2009 : Première brèche contre un custodian ou pas vraiment ?, (19 janvier 2009), Analyse et commentaire
- POPINEAU, *Les valeurs mobilières, Aperçus sur leur régime juridique et fiscal*, Conférence d'information n°156, 10 mai 1966
- *Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres*, Conseil national du Crédit et du titre, 1997
- Observations présentées par le Gouvernement de la France, à l'occasion de la Conférence diplomatique pour l'adoption d'une Convention sur les règles de droit matériel applicables aux titres intermédiaires, (1-13 septembre 2008), Genève
- Rapport supervisé par M. Pérouse, *La modernisation des méthodes de cotation, d'échange et de conservation du marché des valeurs mobilières*, Rapport de Commission, 1979
- Rapport du Groupe des Trente, constitué au sein de la FIBV (Fédération Internationale des Bourses de valeurs), 1989
- Rapport supervisé par Jacques De Larosière, (25 février 2009), The high-level group on financial supervision in the EU, Bruxelles
- UCITS 4: une économie de 600 millions d'euros pour l'industrie de la gestion française, (2 décembre 2008), Sia conseil, Secteur Finance & Stratégie
- US, (13 février 2012), California Public Employee's Retirement System Statement of Investment Policy

- US Federal Deposit Insurance Corporation <https://www.fdic.gov/>
- US Investment Company Institute, site officiel <http://www.ici.org/>
- US National Securities Clearing Corporation, site officiel
- US Securities and Exchange Commission, site officiel <http://www.sec.gov/>

Index lexical

A		
Agrément. 15, 20, 128, 215, 218, 234, 261, 282, 311, 312, 384	Consensualisme.....99	
AIFM....147, 171, 207, 215, 234-236, 264, 277, 362, 372	Conservation23, 31, 41, 43, 45, 46, 54, 57, 59, 82-88, 90, 93, 94, 114, 118-127, 129, 131-133, 136, 137, 139, 140, 142, 143, 145-147, 157, 164-168, 170, 173, 174, 209-211, 213, 216, 217, 237, 238, 241, 251, 253, 255, 267, 269, 271, 273, 274, 279, 280, 299-302, 312, 314, 327, 332, 338, 341-343, 346, 348-350, 360, 362, 368, 371-374, 377, 384-393, 414-417, 428, 434-436	
Allemagne.....28, 349	Contrat d'entreprise91, 218, 303, 305, 312, 313	
Argentarii.....213	Contrats financiers.....38, 49, 50, 169, 171	
Assurance.....195, 215, 421, 439, 440	Contrepartie. .190, 242, 271, 272, 412, 414	
B		
Blanchiment.....243, 326	Convention tripartite....269, 278, 279, 282, 322, 332, 363, 364, 382, 384, 387, 388, 391	
C		
Cahier des charges.....138, 228, 229	Corporalité.....61, 69, 80, 91	
Charge de la preuve.....359, 371, 375	Créance..18, 39, 40, 42, 48, 61, 64, 74, 94, 116, 117, 158, 284, 296, 320, 328, 331-336, 338, 340, 412, 444	
Chose corporelle....23, 35, 85, 86, 91, 108	Crise financière. .25-28, 31, 134, 164, 316, 332, 379, 380, 402, 421, 425, 428, 429, 431, 439	
Clauses limitatives.....370	Custodian.....185, 189, 190, 192, 412	
CMF.....130	D	
COB.....229	Dématérialisation.....20, 21, 25, 37, 40, 43, 52, 53, 55-61, 65, 67, 69, 70, 74, 80, 90, 91, 93, 94, 110, 117, 123, 131, 164, 172,	
Commodat.....9, 26, 36, 57, 91, 116, 143, 144, 158, 179, 231, 232, 236, 274, 285, 311, 328, 358, 365, 373, 380, 381, 398, 414, 429, 436, 437		
Compensation des dettes.....331, 332, 334, 336, 340		

173, 433, 436, 437	Droit réel.....34, 35, 65, 66, 74, 97, 98, 284
Dénouement.....104-106, 183, 191, 192	Droit romain.....10, 70, 213, 342
Déposant 13, 15, 20, 31, 64, 70, 71, 74, 76, 77, 82, 84, 112, 118, 173, 177, 179, 182, 193-195, 198, 207, 209-213, 216, 220-223, 225, 237, 240, 249, 250, 252-255, 266, 267, 270, 273, 278, 297, 298, 300, 306, 307, 320-324, 326, 332, 338, 340-342, 347, 348, 358, 364, 378, 384, 385, 389, 397-399, 401, 418, 422, 428, 434, 435, 439, 445	DSI.....124, 127
Dépositaire central. .85, 95, 103, 107, 182-185, 190, 192, 217	Due care.....88, 89, 350
Dépôt irrégulier. .37, 67, 68, 70, 71, 73-78, 80, 92, 173, 221, 321, 445	Due diligence.....89, 400
Dépôt nécessaire.....180	
Dépôt régulier.67-70, 72, 76, 77, 117, 213, 321, 444	
Dépôt volontaire.....180	
Dérogation...102, 177, 220, 338, 348, 353, 362, 367, 369-371, 374, 376, 377, 387, 388, 391, 393, 394, 413, 415, 424, 431	
Détention intermédiée....94, 111, 113, 117, 181	
Directive OPCVM...26, 89, 123, 124, 134, 135, 147, 184, 196, 215, 218, 220, 232, 234, 235, 239, 241, 252, 263, 349, 356, 370, 403, 405	
Droit de re-use.....283-285, 287-289, 293, 309, 310, 322, 333, 334	
Droit européen.....89, 116, 122, 135, 147, 158, 236, 411, 438, 441	
Droit international.....61, 147, 185, 441	
Droit personnel.....65	
	E
	Émetteur.....41, 47, 60, 71, 85, 94-96, 101, 103, 167, 168, 170, 172, 182-185, 190, 192, 245
	Euroclear.....183, 184
	Exonération. .369, 370, 372, 384, 429, 430
	F
	FCP.....194, 195, 199, 200, 203, 205, 206, 242, 260, 261, 397, 411
	FIA...86, 95, 171, 215, 216, 235, 236, 264, 277, 353, 362, 371-373
	Fiction juridique.....11, 98, 436
	Fonds de garantie des titres.....324
	Fongibilité...71, 73, 74, 97, 224, 225, 358
	Force majeure347, 370, 372, 411, 424-431
	France. .20, 28, 56, 57, 123, 126, 129, 131, 136, 148, 160, 161, 183, 184, 200, 215, 217, 225, 232, 261, 282, 287, 323-325, 327, 348-352, 357, 379, 380, 386, 405, 409, 419, 432, 438, 439
	Fraude.....57, 262
	G

Garantie. 29, 114, 126, 154, 217, 219, 227, 271, 272, 284, 286, 288, 289, 292-294, 296, 309, 321, 323-329, 332, 345, 351, 383, 414, 421, 422, 441	K
	KIID.....252
Garde.....14-16, 45, 54, 63, 64, 82-93, 112, 117, 119, 120, 124, 126, 143, 147, 148, 155, 157, 170, 173, 174, 181, 199, 210, 213, 214, 235, 237, 250, 251, 261, 264, 270, 276, 277, 282, 301-304, 308, 314, 319, 321, 343, 346, 347, 349, 350, 353, 360-362, 365, 366, 387, 390, 391, 400, 412, 422, 423, 436	L
	Local custodian.....192
Gestion d'actifs.....47, 171, 194, 207, 316, 418, 439	M
Global custodian.....190	MAF.....126, 127, 129, 130, 132, 146, 325
H	Mandat.....9, 26, 36, 56, 57, 91, 116, 118, 119, 143, 144, 158, 179, 213, 231, 232, 236, 251, 262, 267, 268, 274, 285, 292, 303-309, 311, 312, 328, 358, 362, 365, 373, 380, 381, 398, 414, 429, 436, 437, 444
Harmonisation.....51, 78, 79, 96, 133, 146-148, 151, 153, 155, 162, 163, 234, 235, 252, 291, 292, 395, 417, 438, 442	Meuble.....16, 36, 43, 44, 58, 68, 108
I	MIFID.....125, 126
Immatériel...18, 20, 21, 23, 25, 53, 61, 67, 84, 86, 93, 98, 102, 111, 119-121, 123, 163, 164, 172-175, 210, 339, 445	Missions du dépositaire. 73, 118, 119, 124, 127, 163, 168, 172, 253, 344, 385, 393
Incorporation du droit.....65, 110	Monnaie.....22, 57, 71, 96, 109, 295
Indemnisation209, 221, 324, 325, 327-329	Muraille de Chine.....262-265
Inscription en compte.....20-22, 56, 61, 66, 83, 93-95, 97-102, 104-107, 109-112, 117, 172, 173, 175, 223, 339, 391, 407, 434	N
Intermédiaire pertinent. 114, 154, 275, 276	Nantissement.283-285, 293-295, 297, 391, 392, 414
Irlande.....28, 349	Novation.....129, 132, 146, 162, 206, 340, 362, 376, 383

O		
Obligation d'information.....84, 145, 157, 169, 173, 199, 238, 250-253, 306, 340	Prêt.....223	
Obligation de moyens. .341-349, 360, 361, 364, 374, 400, 444	Prêt de consommation.....	
Obligation de résultat....341-343, 345-352, 358, 364, 374, 379, 386, 424, 444	Prêt.....92	
OPCVM coordonnés.....86, 219, 236, 372, 415	Preuve....10, 11, 20, 21, 37, 39, 85, 89, 93, 143, 168, 171, 172, 225, 277, 299, 323, 329, 343, 358, 359, 361, 362, 371-375, 394, 402, 424, 425, 428	
Ordre public..101, 296, 376, 386, 412, 413	Prime Brokerage...114, 269, 278-280, 282, 288, 304, 305, 308, 309, 311, 312, 332, 334, 335, 368, 376, 414, 415	
Organisation régionale d'intégration économique.....152	Principe d'unicité.....219	
P		
Passeport européen.....134, 231-236	Principe de territorialité.....230, 231	
Pays européens....146, 252, 341, 349, 406, 409, 432, 438	Private equity.....226	
Personne du dépositaire. 14, 212, 213, 236, 270, 389	Procédure d'alerte.....121, 243, 249	
Perte...76-78, 91, 144, 209, 210, 212, 297, 316, 317, 321, 352, 357, 362, 363, 366-368, 372, 374, 380, 394, 396, 405, 419, 421, 423-425, 428, 430, 431, 437, 439, 440	Propriété. 18, 21, 40, 43, 48, 54, 60-62, 64-70, 72-78, 80, 83, 85, 91, 94-112, 115-117, 142, 144, 158, 168, 171, 174, 182, 184, 203, 284, 285, 287, 289, 293, 315, 320, 339, 358, 363, 375, 391, 407, 425, 444, 445	
Plan de contrôle.....121, 243-246, 249	Prospectus.....198, 199, 245, 250, 252	
Préjudice.....144, 211, 247, 353, 356, 357, 370, 378, 379, 403, 418, 420-422, 424, 439	Protection de l'investisseur....27, 232, 233, 238, 239, 250, 290, 386, 412, 420, 432, 441	
Prêt.....14, 74, 92, 118, 221, 223, 224, 269, 271-273, 290, 291, 298, 303, 309, 310, 444	Q	
Prêt à usage.....	Qualité du dépositaire.....214	
R		
	Règlement-livraison....103, 104, 106, 181-184, 189, 191, 193, 253, 316, 367, 397	
	Rehypothecation.....287-292	

117, 118, 142, 157, 213, 221, 223, 237,
242, 269, 283, 287, 288, 309, 310, 322,
331, 366, 379, 394, 414

V

Vente.....14, 102, 104, 110, 184, 191, 242,
286, 294, 414

Table des matières

INTRODUCTION.....	9
I. Une présentation générale.....	12
A. La confluence de réalités juridiques distinctes.....	12
1. Le dépôt de droit commun.....	12
2. Les titres financiers.....	17
B. Les premières interrogations.....	20
1. La dématérialisation des titres financiers et ses conséquences.....	21
2. L'érosion des fondements	23
II. La mise en œuvre d'une étude.....	25
A. De l'opportunité d'une telle étude.....	26
B. L'approche retenue.....	29
C. La thèse défendue.....	31
Ière PARTIE. LA CHOSE.....	34
TITRE I. L'OBJET DU DÉPÔT.....	37
Chapitre I. L'objet déposé.....	38
Section 1. La présentation des titres financiers.....	39
Section 2. Les valeurs mobilières.....	46
Section 3. Les contrats financiers.....	49
Chapitre II. La dématérialisation des titres financiers.....	53
Section 1. Des titres matériels.....	54
Section 2. La dématérialisation des titres financiers.....	56
Chapitre III. Un dépôt irrégulier ?.....	68
Section 1. Un dépôt régulier.....	69
Section 2. Un dépôt irrégulier.....	70
Section 3 . Du transfert de risque.....	76
TITRE II. LA CONSISTANCE DU DÉPÔT.....	82
Chapitre I. Les notions de garde et conservation.....	83
Section 1. La présentation des notions.....	83
Section 2. La critique du terme de dépôt.....	91
Section 3. Le transfert de propriété et l'inscription en compte	94
§1. Le périmètre des actifs concernés.....	94
§2. L'inscription en compte et sa relation avec le transfert de propriété.....	95
§3. De la détention intermédiée.....	111
Chapitre II. La tenue de compte conservation.....	120

Section 1. La création de la tenue de compte conservation.....	122
Sous-Section 1. La conception de la tenue de compte conservation au niveau européen.....	123
Sous-Section 2. La Loi de Modernisation des Activités Financières (MAF) du 2 juillet 1996	127
§1. Quelques éléments nouveaux.....	127
§2. Le renvoi global au Règlement Général du Conseil des Marchés Financiers (CMF).....	130
Section 2. L'élaboration du régime de tenue de compte conservation.....	133
Sous-Section 1. Les directives OPCVM.....	133
Sous-Section 2. Le Règlement Général de l'AMF.....	136
§1. Une première ébauche dans le Règlement Général de l'AMF de 2007	136
§2. Le RGAMF actuellement	139
Section 3. La Convention d'UNIDROIT.....	146
§1. De la nécessité d'une harmonisation.....	147
§2. La définition du champ d'application harmonisé.....	150
§3. La définition de la mission harmonisée.....	153
§4. Entre reconnaissance et malléabilité.....	159
Chapitre III. La tenue de position et la tenue de registre.....	166
Section 1. La tenue de position.....	166
Section 2. La tenue de registre	171
PARTIE II. LES PARTIES.....	176
TITRE I. LES PARTIES PRINCIPALES.....	179
Chapitre préliminaire. Le contexte du dépôt.....	180
Chapitre I. Le déposant.....	192
§1. La présentation générale de l'OPCVM.....	193
§2. Les SICAV et les FCP.....	197
§3. Les classifications des OPCVM	204
§4. Un déposant de droit commun.....	206
Chapitre II. Le dépositaire.....	209
Section 1. La personne du dépositaire.....	210
Sous-Section 1. La qualité du dépositaire.....	211
§1. Le choix du dépositaire.....	211
§2. L'interdiction d'utiliser les titres.....	217
Sous-Section 2. Un dépositaire sous contrôle	222
§1. L'environnement du dépositaire.....	222
§2. Un double contrôle.....	224
Sous-Section 3. Le principe de territorialité et le passeport européen.....	228
§1. Le principe de territorialité.....	228

§2. Le passeport européen	230
Section 2. Les obligations du dépositaire	234
Sous-Section 1. La mission de contrôle.....	235
§1. Une présentation de la mission de contrôle.....	238
§2. L'exercice de la mission de contrôle par le dépositaire.....	240
Sous-Section 2. L'obligation d'information.....	247
§1. L'information de l'OPCVM.....	247
§2. La conformité à l'information du Prospectus.....	249
TITRE II. LES PARTIES SUBSIDIAIRES.....	251
Chapitre I. La société de gestion.....	252
Chapitre II. Le sous-conservateur.....	260
Section 1. L'intervention du sous-conservateur.....	261
Sous-Section 1. Le sous-conservateur.....	262
§1. La personne du sous-conservateur.....	263
§2. La contractualisation du sous-conservateur.....	271
Sous-Section 2. L'utilisation des actifs confiés : le droit de re-use.....	275
§1. La présentation du droit de re-use.....	276
§2. Les nuances internationales du droit de re-use.....	279
§3. Le nantissement des valeurs mobilières confiées.....	285
§4. L'éventuel problème de solvabilité	288
Section 2. Un contrat de droit commun ?.....	291
Sous-Section 1. Un sous-dépôt ?.....	291
Sous-Section 2. Quel contrat appliquer ?.....	295
§1. Une comparaison avec le contrat de mandat	295
§2. Une comparaison avec le contrat de prêt.....	301
§3. Une comparaison avec le contrat de sous-traitance.....	302
§4. Une comparaison avec le contrat d'entreprise	304
PARTIE III. LA RESTITUTION.....	307
TITRE I. LE PRINCIPE DE L'OBLIGATION DE RESTITUTION.....	310
Chapitre I. Le principe de la restitution.....	311
Section 1. Un mécanisme simple.....	312
Section 2. La demande de restitution.....	315
Section 3. La compensation des dettes et créances réciproques.....	323
Chapitre II. La nature de l'obligation.....	333
Section 1. Les obligations de moyens ou de résultat.....	333
Section 2. Une qualification objet de débat.....	339
§1. En faveur d'une obligation de moyen.....	340
§2. En faveur de l'obligation de résultat.....	342
Chapitre III. La mise en œuvre de la responsabilité en cas de non restitution.....	345

Section 1. L'application générale de la responsabilité.....	346
Sous-Section 1. La non restitution par le dépositaire.....	346
Sous-Section 2. La non restitution par le sous-conservateur.....	352
§1. La responsabilité du sous-conservateur.....	352
§2. La responsabilité du dépositaire pour la non restitution par le sous- conservateur.....	353
Sous-Section 3. Une éventuelle exonération de responsabilité	361
Section 2. Une responsabilité limitée en matière de FIA et de fonds professionnels à vocation générale.....	363
Sous-Section 1. Le régime général de responsabilité dans les FIA.....	364
Sous-Section 2. Les Fonds professionnels à vocation générale.....	367
TITRE II. LES VARIATIONS JURISPRUDENTIELLES AU REGARD DE L'OBLIGATION DE RESTITUTION.....	372
Chapitre I. La singularité de la jurisprudence française.....	373
Section 1. La solution retenue par la jurisprudence française.....	373
§1. Devant la Cour d'Appel.....	374
§2. Devant la Cour de cassation.....	379
§3. Les autres arguments.....	382
Section 2. La solution retenue par la jurisprudence luxembourgeoise.....	387
§1. Les faits de l'affaire	388
§2. Une configuration différente de la jurisprudence française.....	389
§3. Une solution différente.....	392
Chapitre II. Une analyse de la jurisprudence française.....	403
Section 1. Quelques commentaires de cette jurisprudence.....	403
Section 2. Une responsabilité excessive ?.....	410
Section 3. Un cas de force majeure ?.....	417
CONCLUSION	425
I. Un vrai dépôt au sens du droit commun.....	426
II. L'éviction définitive du dépôt de droit commun.....	428
III. De l'indépendance du dépôt de titres financiers.....	434
DOCUMENTS ANNEXES :	441
Récapitulatif chronologique de l'évolution de la définition de la mission de tenue de compte conservation par le dépositaire d'OPCVM.....	441
BIBLIOGRAPHIE.....	446

Résumé : Le présent travail propose une étude du dépôt de titres financiers sous l'éclairage particulier du droit commun. Le mécanisme et les rouages de ce dépôt très spécial sont bien connus et maîtrisés en droit financier, mais le rapprochement se fait aussi spontanément avec le dépôt de droit commun. Or la nature de ce rapprochement est problématique, et sur bien des aspects vivement contestée. La première impression laisse présumer que le dépôt de titres financiers est bien un dépôt, mais est-il pour autant un dépôt de droit commun ? Si ce n'est pas le cas, quelle est la place réelle du droit commun dans l'élaboration et le fonctionnement de ce contrat ? La perspective donnée à cette étude requiert de partir des fondamentaux : le dépôt est constitué par une chose déposée, des parties au contrat, et une obligation de restitution. Ces trois éléments se retrouvent dans le dépôt de titres financiers, mais ils ont subi une telle contorsion due à l'évolution des titres financiers et de la pratique en général, que ce dépôt cumule la majorité des exceptions au régime général. A travers cette étude, une nouvelle perspective se dessine. Trop complexe, en perpétuelle évolution, mu par de nouvelles influences, le dépôt de titres financiers se détache progressivement de son socle de droit commun et n'en conserve plus que les grandes lignes directrices. L'analyse complète conduit à reconnaître une indépendance incontestable à ce contrat, ainsi qu'une dynamique qui lui est propre. Plus adapté à son environnement, tant par la souplesse et l'adaptabilité des règles applicables, que par la rapidité de la création juridique, le statut de dépôt spécial sied mieux au dépôt de titres financiers.

Summary : This work aims at studying the deposit of financial securities under the particular angle of civil law. This mechanism and its subtleties are well-known in financial law, but the link is still very strong with civil law. The nature of this link is a problem, and criticised on many aspects. The first impression tends to convince that the financial security deposit is a real deposit, but is it a civil law deposit ? If it isn't, what is the true influence of civil law in the elaboration and functioning of this contract ? Answering these questions requires to start with the fundamentals : the deposit is constituted by an object being transferred, at least two persons, and an obligation of restitution. These three elements can be found in the financial security deposit, but have undergone so much change, due to the evolution of financial titles and general practice, that this deposit seems to accumulate all the possible exceptions within the general rules. All through this study, a new perspective is being drawn. Too complex, constantly moving, undergoing new influences, the financial titles deposit is slowly tearing itself from the base of civil law and keeps only the main principles of it. The complete analysis leads to recognising its independence and its very own dynamism. Better adapted to its environment, as far as reactivity and speed of judicial creation is concerned, the status of a « special deposit » is a more relevant description of the financial titles deposit.

Mots clefs : Dépôt – Droit commun – Dépositaire – Sous-conservateur – Restitution – Obligation de résultat – Responsabilité – Dématérialisation – Titres financiers – Valeurs mobilières – Dépôt irrégulier – Transfert de propriété – Tenue de compte-conservation – SICAV – FCP