



INTERNATIONAL INSTITUTE FOR THE UNIFICATION OF PRIVATE LAW
INSTITUT INTERNATIONAL POUR L'UNIFICATION DU DROIT PRIVE

**COMITE D'ETUDE D'UNIDROIT SUR L'HARMONISATION
DES REGLES DE DROIT MATERIEL RELATIVES AUX
TITRES DETENUS AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE**

Rome, décembre 2004

UNIDROIT 2004
Etude LXXVIII – Doc. 19
Original: anglais

**AVANT-PROJET DE CONVENTION SUR L'HARMONISATION DES REGLES
DE DROIT MATERIEL APPLICABLES AUX TITRES DETENUS AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE**

NOTES EXPLICATIVES

Table des matières

1^{ère} PARTIE: INTRODUCTION

1 HISTOIRE DU PROJET

2 ORIGINE DU FUTUR INSTRUMENT

2.1 Changements vers une pratique moderne de détention et d'aliénation des titres

2.1.1 Immobilisation et dématérialisation

2.1.2 Confusion (pooling)

2.1.3 Acquisition et aliénation de titres

2.2 Répercussions de la modernisation: risque juridique et inefficacité économique accrues

2.2.1 Risque juridique

2.2.1.1 Pourquoi le risque est particulièrement élevé

2.2.1.2 Exemples

2.2.2 Liens transfrontières

2.2.3 Risque économique élevé

2.2.4 Non efficacité économique

2.3 Remèdes

2.3.1 Recommandations des organisations non gouvernementales

2.3.2 Réforme juridique sur le plan national

2.3.3 Réforme juridique sur le plan international

2.3.3.1 La Convention de La Haye

2.3.3.2 Union européenne

2.4 Conclusion

3 ELEMENTS PRINCIPAUX DE L'AVANT-PROJET DE CONVENTION

3.1 Solidité interne et compatibilité

3.2 Approche fonctionnelle

3.2.1 Importance de l'approche fonctionnelle

3.2.2 Neutralité quant au langage

3.2.3 Limites de l'approche fonctionnelle

3.3 Caractère international

3.4 Les besoins des participants utilisés comme lignes directrices

3.4.1 Inscriptions en compte

ii.

3.4.2 *Fruits, droit de vote, etc.*

3.4.3 *Des règles claires et simples pour les transactions*

3.4.4 *Intégrité de la relation titulaire de compte / intermédiaire*

3.4.5 *Instructions*

3.4.6 *Règlement net*

3.4.7 *Intégrité del'émission*

3.4.8 *Réalisation des sûretés*

3.4.9 *Droit d'utilisation*

2ème PARTIE: NOTES EXPLICATIVES

Articles 1 - 23

ANNEXE

Avant-projet de convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire

1^{ère} PARTIE INTRODUCTION

1. HISTOIRE DU PROJET

UNIDROIT a commencé les travaux d'élaboration d'un instrument sur les *Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire* suite à la décision prise par le Conseil de Direction d'UNIDROIT à sa 80^{ème} session, tenue à Rome du 17 au 19 septembre 2001 ¹ et approuvée par l'Assemblée Générale lors de sa 55^{ème} session tenue le 7 décembre 2001 ².

M. B. SEN, Avocat général à la Cour Suprême d'Inde, New Delhi, et membre du Conseil de Direction d'UNIDROIT, a été nommé Président du Comité d'étude sur les *Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire* composé des personnes suivantes: M. J. Michel DESCHAMPS, Associé, McCarthy Tétrault, Montréal, Canada; M. Philippe DUPONT, Associé, Arendt & Medernach, Luxembourg, Luxembourg; Mme Dorothee EINSELE, Professeur de droit, Université Christian-Albrechts, Kiel, Allemagne; M. Edgar I. JELONCHE, Avocat, Professeur de droit commercial, Faculté de droit de l'Université de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentine; M. Hideki KANDA, Professeur de droit, Université de Tokyo, Tokyo, Japon; M. Li Rui Qiang, Dirigeant du service juridique, *China Securities Depository and Clearing Co. Ltd.*, Beijing, Chine; M. Guy MORTON, Associé, Freshfields Bruckhaus Deringer, Londres, Royaume-Uni (Rapporteur); M. Frédéric NIZARD, Direction juridique, Crédit Agricole SA, Paris, France; M. Richard POTOK, Potok & Co., Darlinghurst, New South Wales, Australie; M. Curtis R. REITZ, Professeur de droit, Faculté de droit de l'Université de Pennsylvanie, Pennsylvanie, Etats-Unis d'Amérique; M. Luc THEVENOZ (Vice-Président), Professeur de droit, Faculté de droit de l'Université de Genève, Suisse; M. Wu Zhipan, Professeur de droit, Vice-Président de l'Université Peking, Beijing, Chine.

Le Secrétariat a invité M. Antoine MAFFEI, Associé, De Pardieu Brocas Maffei, Paris, France et Mme Sandra ROCKS, Counsel, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, New York, Etats-Unis d'Amérique, à participer en tant qu'observateurs et coordonnateurs pour le secteur financier privé.

La Conférence de La Haye de droit international privé, représentée par M. Christophe BERNASCONI, et la Commission des Nations Unies pour le droit commercial international (CNUDCI), représentée par M. Spiros BAZINAS, ont participé à titre d'observateurs aux travaux du Comité d'étude.

Lors de sa première session ³, le Comité d'étude a examiné le champ d'application du futur instrument ⁴ ainsi que l'approche rédactionnelle à suivre. Un premier document de discussion ⁵ a été distribué dans lequel on soulignait que la résolution de l'aspect de conflit de lois relatif aux titres détenus auprès d'un intermédiaire, certes nécessaire et fondamentale, ne suffisait pas en soi à éliminer le risque juridique dans la détention et l'aliénation de titres sur le plan international. Il fallait plutôt améliorer la solidité sur le plan interne et la compatibilité sur le plan international de toutes les législations nationales.

Après la deuxième session du Comité d'étude ⁶, UNIDROIT a publié le "*Position Paper on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities*" (en anglais seulement) en août 2003 ⁷. Ce rapport présente l'avis du Comité d'étude concernant le futur instrument international; il donnait un exposé de l'historique du projet ainsi que de l'approche et des solutions possibles proposées par le Comité d'étude. Le "*Position Paper*" a été transmis à tous les Gouvernements des Etats

¹ Voir UNIDROIT 2001, C.D. (80) 21.

² Voir UNIDROIT 2001, A.G. (55) 8.

³ Tenue à Rome du 9 au 13 septembre 2002, UNIDROIT 2002 Study LXXVIII Doc. 5 (summary report 1st session) (en anglais seulement).

⁴ Voir UNIDROIT 2002 Etude LXXVIII Doc. 1 (champ d'application du projet).

⁵ Reproduit dans l'Annexe du document UNIDROIT 2002 Study LXXVIII Doc. 5 (summary report 1st session) (en anglais seulement).

⁶ Tenue à Rome du 12 au 14 mars 2003, UNIDROIT 2002 Study LXXVIII Doc. 7 (summary report 2nd session) (en anglais seulement).

⁷ UNIDROIT 2003 Study LXXVIII Doc. 8 (Position Paper) (en anglais seulement).

2.

membres, aux banques centrales et aux autorités régulatrices, aux organisations internationales gouvernementales et non gouvernementales intéressées, ainsi qu'aux participants du marché et aux universitaires pour commentaires ⁸.

Sur la base du "*Position Paper*", UNIDROIT a invité les Gouvernements des Etats membres, leur banques centrales, d'autres organisations nationales et internationales intéressées, ainsi que des experts juridiques du secteur financier privé à participer à un séminaire intitulé "*Legal Risk and Market Efficiency*" organisé au siège d'UNIDROIT à Rome le 12 novembre 2003 ⁹ dont objectif était d'expliquer quelques aspects importants particuliers du projet. Environ 80 représentants d'organisations gouvernementales et non gouvernementales de 24 Etats membres et de deux Etats non membres ont participé à ce séminaire.

A l'occasion de la troisième session ¹⁰, le Comité d'étude a affiné sa pensée concernant le contenu des règles futures.

En 2003, le Secrétariat d'UNIDROIT et des membres du Comité d'étude ont entrepris une procédure de consultation et d'information au Royaume-Uni ¹¹, en France ¹², en Suisse ¹³, aux Etats-Unis d'Amérique ¹⁴ et au Canada ¹⁵.

Entre la troisième et la quatrième session, M. Hideki Kanda a élaboré de façon informelle un premier ensemble de principes relatifs aux règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire. Sur cette base, M. Guy Morton a préparé un avant-projet du futur instrument. A la demande du Président, cet avant-projet a fait l'objet de discussions informelles au sein d'un comité composé de six membres du Comité d'étude et présidé par M. Luc Thévenoz ¹⁶. Les résultats de ces discussions ¹⁷ ont par la suite été soumis à l'ensemble des membres du Comité d'étude.

Lors de sa quatrième session ¹⁸, le Comité d'étude a élaboré davantage cet avant-projet. Le Président a demandé à M. Guy Morton de préparer une version mise à jour. M. Antoine Maffei a préparé une première proposition pour la version française du futur instrument ¹⁹.

Le projet a été présenté aux membres du Conseil de Direction d'UNIDROIT par le Président du Comité d'étude et membre du Conseil de Direction, M. B. Sen, ainsi que par le Secrétariat d'UNIDROIT lors de la 83^{ème} session du Conseil. Le Conseil a accepté la proposition du Président d'examiner l'avant-projet après que le Comité d'étude se soit réuni pour la dernière fois, et de décider par correspondance s'il fallait procéder à la phase intergouvernementale à la fin de l'année 2004 ²⁰.

⁸ UNIDROIT 2003 Study LXXVIII Doc. 10 and 10 add.1 (Comments on the Position Paper) (en anglais seulement).

⁹ Les Actes ont été publiés sous UNIDROIT 2003 Study LXXVIII Doc. 12 (en anglais seulement).

¹⁰ Tenue à Rome du 13 au 15 novembre 2003, UNIDROIT 2003 Study LXXVIII Doc. 11 (summary report 3rd session) (en anglais seulement).

¹¹ A Londres, les 21 et 22 février 2003 chez *Freshfields Bruckhaus Deringer* avec la participation de MM. G. Morton, F. Nizard et du Secrétariat.

¹² A Paris, les 26 et 27 février 2003 au *Crédit Agricole* avec la participation de MM. G. Morton, F. Nizard et du Secrétariat.

¹³ A Zurich, les 12 et 13 juin 2003 à la Banque nationale Suisse avec la participation de MM. Ph. Dupont, L. Thévenoz et du Secrétariat.

¹⁴ A New York, les 15 et 16 septembre à la *Federal Reserve Bank of New York* avec la participation de MM. H. Kanda, C. Reitz et du Secrétariat.

¹⁵ A Montréal (Québec) le 8 décembre 2003 et à Toronto (Ontario) le 10 décembre 2003 chez McCarthy Tétrault avec la participation de Mme D. Einsele, de M. M. Deschamps et du Secrétariat.

¹⁶ Membres de ce comité: MM. Ph. Dupont, E. Jelonche, H. Kanda, G. Morton, C. Reitz et L. Thévenoz.

¹⁷ UNIDROIT 2004 Study LXXVIII Doc. 13 prov. 1 (en anglais seulement).

¹⁸ Tenue à l'invitation de la *Banque nationale suisse* à Gerzensee, Suisse du 24 au 27 avril 2004, UNIDROIT 2004 Study LXXVIII Doc. 14 (summary report 4th session) (en anglais seulement).

¹⁹ UNIDROIT 2004 Etude LXXVIII Doc. 13 prov. 2 (en), (fr).

²⁰ UNIDROIT 2004 C.D. 83 (24), p. 24 *et seq.*

Le Secrétariat d'UNIDROIT a procédé à des consultations auprès des autorités compétentes de l'Union européenne et des Etats-Unis d'Amérique au début de l'année 2004 ²¹.

Les coordinateurs du Comité d'étude pour le secteur financier privé, Mme Sandra Rocks et M. Antoine Maffei, ainsi que le Secrétariat d'UNIDROIT, ont organisé des séminaires à Francfort ²², Paris ²³, New York ²⁴ et Londres ²⁵ afin de présenter l'avant-projet aux plus importants participants du marché et aux autorités publiques.

Au cours de l'été 2004, le Secrétariat d'UNIDROIT, parfois avec des membres du Comité d'étude ou du Conseil de Direction d'UNIDROIT, a mené une procédure de consultation et d'information. Des séminaires et des consultations d'experts ont été organisés en Argentine ²⁶, au Brésil ²⁷, au Mexique ²⁸, au Japon ²⁹, en Chine ³⁰, en Inde ³¹ et en Malaisie ³². Plus tard au cours de la même année, des consultations ont été organisées en Suède ³³, au Danemark ³⁴ et en Grèce ³⁵.

La cinquième session ³⁶ du Comité d'étude a eu pour objectif premier de revoir l'avant-projet à la lumière des consultations menées depuis la dernière réunion. En outre, le Secrétariat a invité quatre importants dépositaires centraux de titres ³⁷ à participer à la session pendant une journée

²¹ Réunion avec la *Banque centrale européenne* à son siège de Francfort, Allemagne, le 29 janvier 2003 avec la participation de Mme S. Rocks, M. L. Thévenoz et du Secrétariat. Réunion entre le Secrétariat d'UNIDROIT et la Commission européenne à Bruxelles, Belgique, le 16 juin 2004. Réunion avec les autorités américaines et le DTCC en juillet 2004 à la *Securities and Exchange Commission (SEC)* à Washington, D.C..

²² A l'invitation de la *Bundesverband Deutscher Banken (BdB)* et *Deutsche Bank AG*, au siège de cette dernière à Francfort, Allemagne, le 4 mai 2004 avec la participation de M. Ph. Dupont, Mme D. Einsele, M. A. Maffei (co-président), M. G. Morton, Mme S. Rocks (co-présidente), M. L. Thévenoz et du Secrétariat d'UNIDROIT.

²³ A l'invitation de la *Fédération Bancaire Française (FBF)* et de l'*Association Française des Professionnels des Titres (AFTI)*, à Paris le 9 juin 2004 avec la participation de MM. Ph. Dupont, A. Maffei (co-président) G. Morton et F. Nizard, Mme S. Rocks (co-présidente), M. L. Thévenoz et du Secrétariat d'UNIDROIT.

²⁴ A l'invitation du cabinet *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, à New York le 11 mai 2004 avec la participation de MM. A. Maffei (co-président), G. Morton et Mme S. Rocks (co-présidente) et du Secrétariat d'UNIDROIT.

²⁵ A l'invitation et organisé par le *Financial Markets Law Committee (FMLC)*, à Londres le 7 juillet 2004 avec la participation de MM. A. Maffei (co-président) et G. Morton.

²⁶ A l'invitation des *Caja de Valores, Mercado de Valores* et de la *Comisión Nacional de Valores* à Buenos Aires le 7 juillet 2004 avec la participation de M. E. Jelonche et du Secrétariat d'UNIDROIT.

²⁷ A l'invitation du *CLBC*, à Sao Paolo les 15 et 16 juillet 2004 avec la participation de M. E. Jelonche et du Secrétariat d'UNIDROIT.

²⁸ A l'invitation et organisé par M. Jorge Sánchez Cordero, membre du Conseil de Direction d'UNIDROIT, à Mexico City les 21 et 22 juillet 2004; UNIDROIT était représenté par le Secrétariat.

²⁹ Réunion informelle organisée par le Ministère des affaires étrangères et par le Ministère de la Justice le 26 juillet 2004 avec la participation de M. H. Kanda et du Secrétariat d'UNIDROIT.

³⁰ A l'invitation de la *Renmin University* à Beijing le 28 juillet 2004; UNIDROIT était représenté par le Secrétariat; et, à l'invitation de *Chinaclear*, à Shanghai le 30 juillet 2004 avec la participation de M. Li Ruiqiang et du Secrétariat d'UNIDROIT.

³¹ A l'invitation de M. B. Sen, membre du Conseil de Direction d'UNIDROIT, les réunions ont eu lieu au Ministère des affaires étrangères le 5 août 2004 et avec la *India International Law Foundation*, avec la participation de MM. B. Sen et G. Morton et du Secrétariat d'UNIDROIT.

³² Réunion avec la *Securities Commission* à Kuala Lumpur le 2 août 2004; UNIDROIT était représenté par le Secrétariat.

³³ A l'invitation de la *Riksbank* suédoise, du *Nordic Council of Ministers' Working Group on Securities Market Cooperation* et de *VPC*, le 23 septembre 2004 à Stockholm; UNIDROIT était représenté par le Secrétariat.

³⁴ A l'invitation de la *Danmarks Nationalbank*, le 7 octobre 2004 à Copenhague; UNIDROIT était représenté par M. Michael B. Elmer, membre du Conseil de Direction d'UNIDROIT et par le Secrétariat d'UNIDROIT.

³⁵ A l'invitation du barreau d'Athènes et de la *Fondation d'Etudes Juridiques Internationales des Prof. Krispis et Dr. An. Samara Krispis*, le 11 novembre 2004 à Athènes; UNIDROIT était représenté par M. Ioannis Voulgaris, membre du Conseil de Direction d'UNIDROIT, le Secrétaire Général et un membre du Secrétariat.

³⁶ Organisée avec le soutien de la Banque hongroise du commerce extérieur à Budapest, Hongrie, du 18 au 22 septembre 2004.

³⁷ *Clearstream Banking*, Francfort, Allemagne; *The Depository Trust & Clearing Corporation*, New York, USA; *Euroclear Bank*, Bruxelles, Belgique; *Japan Securities Depository Center*, Tokyo, Japon.

4.

afin qu'ils puissent donner leur point de vue au Comité d'étude. La session a été suivie par un séminaire auquel ont participé des experts hongrois ³⁸.

Le Président a demandé à M. Guy Morton d'incorporer les résultats de la cinquième session dans l'avant-projet ³⁹. M. Antoine Maffei et le Secrétariat d'UNIDROIT ont préparé une version française de l'avant-projet, qui a ensuite été soumise à un groupe de travail francophone à l'occasion d'une réunion spéciale organisée à Paris à laquelle ont participé d'autres praticiens français ⁴⁰.

Les deux textes ont été discutés et adoptés par le Comité d'étude lors d'une conférence téléphonique le 16 novembre 2004. A la demande du Président, M. Guy Morton a apporté les derniers amendements au texte après cette conférence.

2. ORIGINE DU FUTUR INSTRUMENT

L'objectif du futur instrument est de favoriser la sécurité juridique et l'efficacité économique en ce qui concerne la détention et l'aliénation transfrontières de titres auprès d'un intermédiaire, en harmonisant certains aspects juridiques à cet égard. Cela est devenu nécessaire compte tenu du changement considérable des méthodes utilisées sur les marchés financiers ces 50 dernières années, associé au volume toujours plus important des activités transfrontières sur les marchés de capitaux. Il a été largement admis ces dernières années que ces développements dans les modalités de détention et d'aliénation de titres ont, à certains égards, dépassé le cadre juridique traditionnel ⁴¹.

Les règles de base sur la nature juridique, le transfert et la remise de titres en garantie ont été énoncées à une période où les titres étaient transférés individuellement, par livraison matérielle de certificats les représentant. En vertu de ces règles, il existait toujours une relation directe entre les émetteurs et les détenteurs. Dans le cas de titres nominatifs, le nom de l'investisseur était toujours inscrit dans les registres de l'émetteur. Dans le cas de titres au porteur, la simple possession d'un certificat représentait ou constituait la preuve du droit de propriété sur les titres. Ces titres matériels étaient détenus soit physiquement par les investisseurs, soit à leurs noms par un agent, par exemple une banque ou un courtier. Tout type de transfert de titres impliquait un transfert direct ou indirect de possession et comportait parfois le transfert matériel du titre matériel d'un coffre à un autre.

Cette modalité de détention et d'aliénation de titres a fonctionné de façon adéquate jusqu'à ce qu'une augmentation du volume des opérations sur le marché intervienne et rende le système inadapté, et l'énorme quantité de papier devant être transportée matériellement dans le monde entier commençant à poser de sérieux problèmes logistiques.

Par conséquent, des préoccupations relatives à la vitesse, à l'efficacité et à l'économie du règlement ont conduit à la mise en place d'un système sophistiqué d'intermédiaires, par le biais

³⁸ A l'invitation de l'Université de Budapest et de la *Banque hongroise du commerce extérieur*, UNIDROIT était représenté par MM. Attila Harmathy et B. Sen, membres du Conseil de Direction d'UNIDROIT, par le Secrétariat et par les membres du Comité d'étude.

³⁹ UNIDROIT 2004 Study LXXVIII Doc. 13 prov. 2 (en anglais seulement).

⁴⁰ Réunion au cabinet *De Pardieu Brocas Maffei*, le 29 octobre 2004 avec la participation du Secrétariat d'UNIDROIT, de MM. A. Maffei et L. Thévenoz, ainsi que de représentants de *BNP Paribas*, *Société Générale* et *Gide Loyrette Nouel*.

⁴¹ A.O. AUSTEN-PETERS, *Custody of Investments*, Oxford University Press 2000, p. 21 *et seq.*; J. BENJAMIN / M. YATES, *The Law of Global Custody*, 2nd ed., Butterworths 2002, p. 13 *et seq.*; Chr. BERNASCONI, *The Law Applicable to Dispositions of Securities held through Indirect Holding Systems*, The Hague Conference of Private International Law, Nov. 2000; D. EINSELE, *Wertpapierrecht als Schuldrecht*, J.C.B. MOHR 1995, p. 7 *et seq.*; R. GUYNN, *Modernising Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws*, Capital Markets Forum of the International Bar Association, 1996, p. 28 *et seq.*; R. POTOK (ed.), *Cross-Border Collateral: Legal risk and conflict of laws*, Butterworths 2002, p. 7 *et seq.*; J.St. ROGERS, "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8", (1996) *U.C.L.A. L. Rev.*, pp. 1431, 1435 *et seq.*

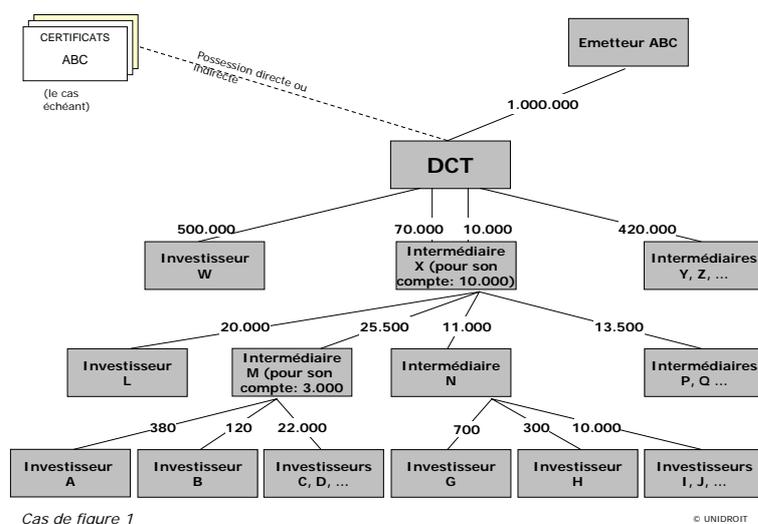
duquel des titres pouvaient être détenus et transférés sous forme d'inscription en compte, généralement par voie informatique.

2.1 Changements vers une pratique moderne de détention et d'aliénation des titres

Un certain nombre d'innovations juridiques, réglementaires et pratiques intervenues dans le cadre des systèmes de compensation ou de règlement ont conduit à la mise en place d'un système de détention de titres auprès d'intermédiaires ⁴².

L'un des principaux objectifs du système restructuré était d'immobiliser la grande masse de papier, voire de la supprimer. Aujourd'hui, la plupart des pays dans le monde ont atteint cet objectif en adoptant le principe de la détention auprès d'intermédiaires, les détails variant cependant souvent.

Les sections qui suivent décrivent les éléments de base du système moderne qui s'éloigne considérablement du système de détention traditionnelle; ces éléments sont en réalité beaucoup plus compliqués et varient considérablement selon les pays. Lorsque cela est pertinent, les détails de systèmes spécifiques seront examinés.



2.1.1 Immobilisation et dématérialisation

Avec l'immobilisation, il peut encore y avoir des instruments ou certificats sur support papier, mais

ils ne circulent plus d'une personne à une autre ou d'un intermédiaire à un autre sur le marché secondaire. Les titres sont au contraire déposés auprès d'un dépositaire central de titres (DCT), soit sous la forme de titre de détention individuelle, soit sous la forme d'un ou de plusieurs certificats "jumbo" ou "global" ⁴³.

Fréquemment, dans le contexte d'un système de détention de titres auprès d'un intermédiaire, on fait référence à la *dématérialisation* des titres, à savoir un processus par lequel les certificats ou documents matériels représentant ou constituant la preuve de la propriété des titres sont éliminés. Dans les systèmes dématérialisés, les titres n'existent que par procédé informatique ou inscription électronique. Les titres dématérialisés sont, de par leur nature, détenus dans le cadre de systèmes d'intermédiaires, car un retrait du système est techniquement impossible. En haut du système, une inscription électronique initiale représente la totalité de l'émission.

⁴² Ce système est souvent appelé "système de détention indirecte". Cependant, "indirecte" est entendu comme impliquant que l'investisseur a un droit indirect sur les titres ainsi détenus tandis que l'intermédiaire a une position juridique par rapport aux titres dont découle le droit "indirect" de l'investisseur. On retrouve ces deux solutions dans la pratique juridique actuelle. Ainsi, il existe (1) des systèmes dans lesquels les intermédiaires conservent leur propre position juridique, de laquelle dérive celle de l'investisseur; et (2) des systèmes dans lesquels les intermédiaires ne jouent qu'un rôle d'employé aux écritures, et n'ont aucun droit sur les titres, c'est-à-dire que les investisseurs ont un droit direct malgré la détention auprès d'un intermédiaire. Etant donné que l'avant-projet de Convention vise à couvrir les deux modèles, il faudrait éviter le terme "indirecte" et le remplacer par "détenus auprès d'un intermédiaire".

⁴³ Les certificats "jumbo" représentent ou constituent la preuve de groupes de titres pour une émission, par exemple un groupe de 10000. Les certificats "globaux" représentent ou constituent la preuve de tous les titres d'une émission. Sur le plan de la terminologie, il convient de distinguer "titres globaux" et "actions cotées globalement". Ces dernières se réfèrent à des actions constituées dans un pays donné et cotées sur divers marchés financiers sous leur juridiction et leur supervision.

Toutefois, il n'est pas nécessaire que les titres soient dématérialisés pour pouvoir être détenus auprès d'un intermédiaire. L'élément fondamental d'un système de détention intermédiée est l'immobilisation des titres. Par conséquent, dans le contexte du présent projet, la question de savoir si les titres sont dématérialisés ne doit pas être traitée.

Les DCT tiennent des comptes et créditent des titres pour leurs clients (souvent appelés "participants") qui sont surtout d'importants intermédiaires financiers. Ces clients, à leur tour, peuvent détenir des titres en partie pour leur propre compte et en partie pour le compte de leurs clients pour lesquels ils tiennent un compte sur lequel des titres sont crédités, et ainsi de suite.

Dans le *Cas de figure 1* ci-dessus, l'Intermédiaire X est un client, ou un "participant", du DCT. Il détient des titres pour le compte de L, M, N, P, Q et d'autres. M et N, par exemple, sont eux-mêmes des intermédiaires et tiennent des comptes pour A – J et d'autres.

Les différents niveaux d'intermédiaires dans un tel système sont habituellement appelés "niveaux", d'où le terme fréquent de "système de détention à plusieurs niveaux". Il peut y avoir à la fois des intermédiaires et des investisseurs à chaque niveau. Par exemple, W, X, Y, Z et d'autres sont situés au premier niveau. W est un investisseur, probablement institutionnel, alors que les autres participants X, Y et Z sont des intermédiaires. L, M, N, P, Q et d'autres sont situés au second niveau et ainsi de suite.

2.1.2 Confusion (pooling)

Dans la plupart des systèmes, un intermédiaire détient des titres d'une même émission pour l'ensemble de ses titulaires de comptes dans un seul compte général fongible ("*omnibus*") auprès de son propre intermédiaire au niveau supérieur. Les titres sont "confondus" sans aucune attribution de titres spécifiques à des titulaires de comptes identifiés. Par conséquent, du point de vue d'un niveau supérieur, les investisseurs individuels situés plus bas dans la chaîne ne peuvent être identifiés. Dans le *Cas de figure 1*, l'Intermédiaire N détient les titres de tous ses titulaires de comptes sur un compte général auprès de l'Intermédiaire X. Parce que tous ces titres sont confondus dans un seul compte, l'Intermédiaire X ne peut identifier les titulaires de comptes G, H, I, J et autres.

Dans ce contexte, on fait souvent référence aux comptes distincts ("*segregated accounts*"). L'expression indique la plupart du temps qu'il y a une distinction entre les actifs détenus par un intermédiaire pour le compte de ses clients (qui sont toutefois confondus) et ceux détenus par l'intermédiaire pour son propre compte. En conséquence, dans un tel scénario, un intermédiaire a deux comptes auprès de l'intermédiaire du niveau supérieur: un compte pour les actifs de ses clients et un compte séparé pour ses propres actifs.

Dans le *Cas de figure 1*, les Intermédiaires X et M détiennent à la fois leurs propres actifs et ceux de leurs clients auprès de l'intermédiaire au niveau supérieur. L'Intermédiaire M confond les actifs de ses clients A à D et autres (22.500) avec ses propres actifs (3.000) pour un montant total de 25.500 titres. L'Intermédiaire X détient les actifs de ses clients (70.000) sur un compte général auprès du DCT. Les titres qu'il détient pour son propre compte (10.000) sont détenus sur un compte séparé auprès du DCT.

Il existe un autre type de distinction qui va bien au-delà. Dans ce que l'on appelle les systèmes "transparents", on peut attribuer des titres spécifiques à des titulaires de comptes, surtout des investisseurs ultimes. Dans un système transparent, le compte d'un intermédiaire détenu auprès d'un intermédiaire du niveau supérieur contient dans la plupart des cas des sous-comptes pour chacun de ses clients au niveau inférieur. La présentation de ces systèmes varie considérablement selon les pays. Par exemple, certains systèmes de détention transparents confondent encore les titres des clients; cependant, le montant des titres qui sont attribués à chaque titulaire de compte est communiqué au niveau supérieur. Dans d'autres cas, les actifs des clients peuvent ne pas être confondus, mais sont au contraire distincts à tout égard.

2.1.3 Acquisition et aliénation de titres

Le gain énorme en terme d'efficacité suite à l'apparition des systèmes de détention à plusieurs niveaux apparaît le plus dans le contexte des acquisitions et des aliénations (actes de disposition). Ces activités ont subi une transformation importante par rapport au système traditionnel de détention en ce qui concerne la possession des titres matériels.

Pour effectuer une aliénation (par exemple sur la base d'un contrat de garantie avec constitution de sûreté ou d'un contrat de vente) entre deux investisseurs qui sont clients d'un seul intermédiaire dans un système de détention à plusieurs niveaux, il suffit de procéder à des inscriptions dans les registres de cet intermédiaire en conséquence. Aucune livraison de titres matériels, ni inscription au registre de l'émetteur, n'est exigée. Souvent, le "règlement net" est autorisé, et en conséquence aucune inscription n'est faite dans les registres des intermédiaires du niveau supérieur, ni dans ceux de l'émetteur.

Dans le cas où les personnes qui procèdent à l'acquisition et à l'aliénation sont des titulaires de comptes de différents intermédiaires, les inscriptions en compte seront modifiées jusqu'au niveau où les "chaînes de détention" de ces deux personnes se rencontrent. Dans le *Cas de figure 1*, si l'Investisseur A vend 150 titres, l'Investisseur B acquiert 100 titres et l'Investisseur G en acquiert 50, les modifications suivantes auront lieu: (1) 150 titres seront débités du compte de A auprès de M; (2) 100 titres seront crédités aux comptes de B auprès de M; (3) 50 titres seront crédités au compte de G auprès de N; (4) 50 titres seront débités du compte de M auprès de X et (5) 50 titres seront crédités au compte de N auprès de X.

Lorsque les titres sont donnés à titre de garantie, la livraison matérielle des certificats dans les mains de la partie garantie n'est pas nécessaire. Les titres sont soit bloqués sur le compte du constituant de la garantie, soit temporairement déplacés sur le compte du bénéficiaire de la garantie ou sur un compte spécialement désigné.

2.2 Répercussions de la modernisation: risque juridique et inefficacité économique accrue

Le système moderne de détention et d'aliénation de titres à plusieurs niveaux décrit ci-dessus a beaucoup contribué à améliorer l'efficacité des procédures de compensation et de règlement-livraison des titres. Cependant, ces changements importants dans la pratique commerciale se sont développés de façon autonome et marginale dans divers marchés de par le monde. Le résultat a été un assemblage d'éléments disparates qu'il faut attribuer à l'absence d'un concept homogène à la fois en ce qui concerne un développement interne parallèle de la législation pertinente qu'en ce qui concerne la pratique et le droit dans différents pays.

2.2.1 Risque juridique

La première question qui se pose est celle de savoir si le fait que la pratique commerciale habituelle s'éloigne du droit augmente le risque juridique. Ce risque fait habituellement référence à une situation dans laquelle la loi applicable n'apporte pas de solution prévisible et saine.

Par exemple, le risque juridique peut se vérifier lorsque que la loi ne traite pas la question de fait pertinente. Même s'il existe des règles, elles pourraient être contradictoires ou donner lieu à des interprétations différentes. Dans une telle situation de "vide" ou de "manque de clarté", les parties peuvent conclure une opération sans connaître le risque spécifique qu'elles courent, qui pourrait se réaliser plus tard. Ou encore, les parties peuvent connaître le risque à l'avance mais doivent alors investir du temps et de l'argent pour combler la lacune ou surmonter le manque de clarté au moyen de contrats.

Le risque juridique pourrait également se référer à des situations dans lesquelles la réponse donnée par la loi applicable ne correspond pas à la réalité du marché, ou dans lesquelles la loi complique une opération de façon non nécessaire. Souvent, les conditions juridiques qui trouvent leurs racines dans des concepts juridiques traditionnels et qui sont créées pour promouvoir la certitude juridique perdent leur objectif premier lorsqu'elles sont appliquées à des structures modernes de détention et de transfert des titres. Le fait d'imposer des conditions compliquées à une opération entraîne une perte de temps et d'argent. Par ailleurs, une procédure compliquée entraîne une majeure probabilité d'erreur lors de la conclusion d'une opération. Dans d'autres cas, la loi prévoit des concepts juridiques qui rendent impossible l'utilisation de types particuliers d'opérations qui sont utilisées ou requises par la pratique, créant ainsi un obstacle.

2.2.1.1. *Pourquoi le risque est particulièrement élevé*

En principe, les formes de risque juridique décrites ci-dessus en ce qui concerne la détention et l'aliénation de titres ne sont pas différentes du risque juridique inhérent à toute opération commerciale. Le risque juridique est omniprésent. Toutefois, il existe des éléments qui augmentent le risque juridique de façon critique en ce qui concerne la détention de titres auprès d'intermédiaires.

La législation n'a pas suivi la même évolution que les innovations structurelles et technologiques qui ont rendu possible le système moderne de détention de titres. Cela ne veut pas dire que le cadre juridique n'a pas fait l'objet de révision attentive à ce jour; mais la législation a souvent utilisé des concepts traditionnels repris d'autres contextes. Ceci entraîne un problème conceptuel qui consiste à essayer de faire entrer le système moderne de détention auprès d'intermédiaire dans le cadre de la conservation ou du dépôt des biens matériels.

La raison pour cela est que, bien que les titres soient à l'origine des biens incorporels⁴⁴, ils sont devenus des biens représentés par un support matériel (certificat), souvent au porteur, et ont acquis le statut juridique de biens corporels. Ce statut n'a pas ensuite été modifié dans la plupart des pays, bien que dans les systèmes informatisés modernes les titres ne sont (encore) souvent pas représentés ou attestés par des certificats et, quand bien même cela devait être le cas, les certificats sont immobilisés et, par conséquent, pas déplacés matériellement. Cela entraîne dans de nombreux Etats la situation curieuse suivante: un type d'instrument financier, par exemple un titre de créance, était un bien incorporel et plutôt un ensemble d'obligations mutuelles à l'origine. Aujourd'hui il s'agit encore, en fait et en pratique, d'un bien incorporel parce qu'il est immobilisé et souvent même dématérialisé et crédité et débité de comptes d'une façon qui ne revêt pas les caractéristiques des biens matériels. Toutefois, ce titre est régi par des concepts qui étaient créés pour des biens corporels.

Par conséquent, le degré de risque décrit ci-dessus est beaucoup plus élevé que dans d'autres domaines du droit commercial. Dans certains pays, une législation spéciale régit la détention et l'aliénation des titres dans des systèmes à plusieurs niveaux. Cependant, très peu d'Etats ont abandonné la base juridique traditionnelle fondée sur la conservation des biens matériels. Le cadre juridique dans les différents pays peut être ainsi divisé: (a) les pays ayant une législation moderne en vigueur; (b) les pays dans lesquels le système de détention moderne est régi par une législation fondée sur des concepts traditionnels; (c) les pays sans législation particulière mais avec une pratique juridique dans ce domaine bien ancrée; et (d) les pays sans cadre juridique solide.

⁴⁴ Joanna BENJAMIN, *Interests in Securities*, 1.02.: *"The meaning of the term "security" has varied over time. Originally the term was used to denote security interests (such as mortgages and charges) supporting the payment of a debt or other obligation. In the early modern period, companies and government agencies began to raise capital from the public by issuing transferable debt obligations; the repayment of these debt obligations was secured on the assets of the issuer. By a process of elision, these secured debt obligations came to be known as "securities". Since late medieval times, commercial companies have raised funds by issuing participations or shares. In the Victorian era, the transferability of these shares was put beyond doubt. As shares became more rapidly transferable, their functional likeness to debt securities became clearer, and both forms of investments became known as "securities". More recently, the term security has been extended to include units in investment funds and other forms of readily transferable investment."*

Il convient de souligner que, dans les pays qui relèvent des groupes (a), (b) et (c), le risque juridique ne se réalise que dans des circonstances exceptionnelles. Par conséquent, le présent instrument vise principalement à apporter un cadre solide dans un environnement de "stress", par exemple en cas d'insolvabilité d'un important participant du marché.

2.2.1.2 Exemples

Plusieurs exemples illustrent la survenance du risque juridique à cause des divergences entre la pratique moderne de la détention à plusieurs niveaux et le droit:

- a) dans certains systèmes, les intermédiaires dans une chaîne de détention gardent une position juridique à l'égard des biens en question (par exemple la position d'un *trustee* (fiduciaire)) à chaque niveau. Toutes ces positions juridiques sont liées, cependant, au même bien, au moins sur le plan économique. Chacun de ces droits juridiquement distincts peuvent faire l'objet d'une garantie octroyée à un tiers. Ces garanties ne sont techniquement pas concurrentes, parce qu'elles ont trait à des biens juridiquement différents. Par conséquent, aussi longtemps qu'il n'existe pas de règles de priorité claires pour de telles situations, on pourrait ne pas savoir qui l'emporte en cas de garantie conflictuelle (sur le plan économique). Il pourrait probablement s'agir d'un créancier garanti à un niveau supérieur, qui a un lien plus étroit avec le droit en question.
- b) La partie garantie pourrait devoir faire face au risque d'une requalification de sa garantie lorsque la question n'est pas claire de savoir si la garantie peut être constituée sur une masse fongible de titres avec des titres crédités et débités, par exemple un compte titre. Un tribunal pourrait décider dans une procédure postérieure que le concept juridique appliqué à la garantie par les parties ne correspondait en fait pas avec la qualification de l'opération. Le tribunal pourrait au contraire estimer que l'opération est un type de garantie différent qui exige que différentes conditions soient remplies pour qu'elle ait des effets à l'égard des tiers.
- c) Certains types d'opérations, en particulier la constitution d'une garantie, pourraient exiger des procédures de notification ou d'enregistrement pour donner publicité à la garantie. La méthode est appropriée en ce qui concerne la constitution de garantie portant sur des biens corporels. En ce qui concerne les titres détenus auprès d'un intermédiaire, il existe des méthodes plus simples et peut-être même plus efficaces de rendre une garantie publique, par exemple en inscrivant les garanties sur un relevé de compte. Le fait d'enregistrer engendre au contraire des coûts additionnels et entraîne des ultérieures possibilités d'erreurs pratiques et juridiques.
- d) De façon analogue, la réalisation d'une garantie portant sur des titres pourrait devenir lourde et prendre du temps. C'est le cas en particulier lorsque des concepts créés pour des biens corporels, comme par exemple des enchères publiques, s'applique encore. Très souvent, ces exigences ne répondent plus à leur objectif originel, à savoir la protection des constituants de la garantie. En particulier, le fait qu'il y a souvent un prix du marché attaché aux biens donnés en garantie permettrait la réalisation douce et rapide de la garantie sans porter préjudice aux constituants de la garantie.
- e) Dans certains pays, la question n'est pas claire de savoir si le créancier d'un investisseur qui a obtenu une saisie en ce qui concerne les biens de l'investisseur détenus auprès d'un intermédiaire serait en mesure de saisir les titres à un niveau supérieur du système de détention, à savoir au niveau d'un intermédiaire différent du propre intermédiaire de l'investisseur. Une telle saisie au niveau supérieur pourrait se produire au niveau du DCT parce que les principes juridiques traditionnels imposent que les biens corporels, en tant qu'objets matériels, soient en général saisis à l'endroit où ils sont matériellement situés. Toutefois, le compte auprès de l'intermédiaire du niveau supérieur sera aujourd'hui généralement un compte général ("omnibus"). Le fait que l'intermédiaire du niveau supérieur n'a pas connaissance ou trace de droits autre

que celui de son titulaire de compte direct rend une telle saisie particulièrement menaçante pour l'intégrité du système. L'intermédiaire au niveau supérieur pourrait ne pas avoir d'autre alternative, en attendant des éclaircissements sur sa position, que de geler l'intégralité du compte, interrompant ainsi les opérations non seulement de l'investisseur en question qui est partie au litige, mais de tous les autres titulaires de compte de l'intermédiaire du niveau inférieur.

2.2.2 Liens transfrontières

En dehors du risque juridique causé par le fait que la pratique commerciale déroge à la loi, le nombre croissant de détention et d'opérations sur des titres et des garanties internationales entraînent des préoccupations supplémentaires. Les titres peuvent être détenus auprès d'intermédiaires sur plusieurs niveaux, chaque intermédiaire pouvant être situé dans un pays différent, ainsi que les investisseurs et les bénéficiaires de la garantie.

Dans un contexte international, la première question qui se pose est en général celle relative à la loi applicable. Cette question est traitée par la *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*⁴⁵ et ne le sera donc pas dans le présent rapport. Toutefois, même en présence d'une règle de conflit de lois claire, il se peut que les lois de deux ou plusieurs Etats régissent l'ensemble d'une situation donnée parce que ce type d'analyse ne donnera pas nécessairement la même réponse pour chaque aspect d'une situation complexe. Il peut s'agir d'aspects, par exemple de droit contractuel, sociétaire, de l'insolvabilité, de droit des biens ou de droit des titres, qui peuvent ou non être soumis à des dispositions de conflit de lois, et ces dispositions peuvent aboutir à des Etats différents sur certains points. Cette situation peut déjà être assez compliquée en soi, mais en général elle n'entraîne pas de risque juridique. Toutefois, certains vides législatifs non envisagés, un manque de clarté, des complications ou des obstacles peuvent empêcher d'aboutir à un résultat juridique solide, au moins dans un laps de temps raisonnable. Des défaillances dans un cadre juridique national peuvent créer des difficultés en ce qui concerne les aspects régis par une autre loi, etc. On peut ainsi dire que la détention et l'aliénation sur le plan international sont probablement sources de multiples incertitudes juridiques.

Dans le Cas de figure 2, la convention de compte et les aspects relatifs au droit patrimonial concernant les titres peuvent être régis par la loi du pays de l'intermédiaire pertinent.

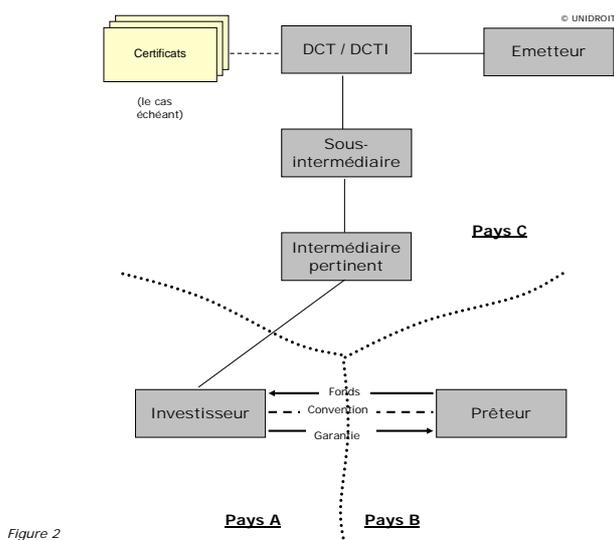


Figure 2

de constitution de sûreté peut être régi par la loi de l'Etat du prêteur. En cas d'insolvabilité de l'investisseur, la loi de son propre pays s'appliquerait à la procédure d'insolvabilité.

En dehors du scénario décrit ci-dessus qui prend pour hypothèse une situation internationale complexe, il peut y avoir d'autres situations dans lesquelles les lois sont effectivement incompatibles entre pays. Par exemple, dans certains pays, certains instruments financiers, comme des types de produits dérivés, sont considérés comme des titres, alors que dans d'autres ils sont considérés comme des droits contractuels. Dans ce dernier cas, ils ne bénéficieront

⁴⁵ *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, adoptée à La Haye sous les auspices de la Conférence de La Haye de droit international privé le 13 décembre 2002; voir *infra*.

donc pas de la protection spéciale accordée aux titres. En cas d'insolvabilité d'un intermédiaire situé dans un tel pays, ces droits seront peut-être moins protégés qu'ils ne l'étaient dans le pays de l'investisseur.

Pour prendre un autre exemple, dans certains pays le cadre réglementaire spécial qui est celui des titres d'investissement ne s'applique qu'aux titres qui sont détenus auprès du DCT local. Lorsque les titres qui sont détenus auprès d'un DCT étranger sont négociés ou nantis dans ce pays, les règles de conflit de lois, en particulier celles de la Convention de La Haye, pourraient faire référence à la loi de ce pays. Le cadre réglementaire spécial ne s'applique cependant pas. C'est au contraire un cadre juridique différent qui régit la situation, soit également spécifique, soit faisant partie du droit privé ou commercial général. Afin d'éviter la coexistence de deux systèmes dans un pays, les législateurs doivent être certains que, en vertu des systèmes étrangers, les titres sont protégés de façon aussi efficace que dans leur propre pays. Cela est toutefois impossible en l'absence d'un critère international commun.

2.2.3 *Risque économique élevé*

Il est évident que le risque juridique décrit ci-dessus peut avoir pour conséquence une perte économique pour les parties à l'opération. Bien que les pertes dans les opérations commerciales soient généralement inévitables, le dommage économique potentiel peut être exceptionnellement élevé lorsque le risque juridique se manifeste dans le contexte de la détention de titres auprès d'un intermédiaire. Le risque de dommage élevé est dû au cadre juridique insuffisant et est encore compliqué par les activités transfrontières.

50 billions d'euros en titres sont détenus dans le monde auprès d'intermédiaires. Le volume des échanges de transactions en garantie en obligations d'Etat et en actions de sociétés dans l'OCDE, par exemple, a augmenté jusqu'à atteindre deux billions de dollars américains ou davantage par jour. Cela signifie que le volume de ces opérations excède le PIB total mondial (environ 32 billions de dollars américains en 2002) tous les 15 jours d'échange ⁴⁶. La valeur en jeu est donc énorme.

Cependant, l'éventualité que les participants du marché aient à faire face à une perte économique considérable n'est que l'un des aspects du dommage qui pourrait résulter d'un système peu sophistiqué. En dehors de cet effet micro-économique, la réalisation du risque juridique peut porter atteinte à l'ensemble du système financier, notamment lorsqu'il déclenche des effets systémiques. Le risque systémique est généralement décrit comme un "risque que l'incapacité d'un établissement à remplir ses obligations à échéance entraîne l'impossibilité, pour d'autres établissements, de s'acquitter de leurs propres obligations à échéance. Une telle défaillance peut entraîner d'importants problèmes de liquidité de crédit et menacer ainsi la stabilité des marchés financiers ou la confiance qu'ils inspirent" ⁴⁷. Dans le pire cas, il pourrait se vérifier un effet domino d'insolvabilités parmi les participants proches. Toutefois, le risque juridique peut devenir systémique dans un sens moins destructeur. Pensons par exemple à la situation dans laquelle un marché entier change soudain son comportement parce que les participants prennent conscience d'un problème juridique majeur inhérent à un type d'opération spécifique qu'ils n'avaient pas soupçonné jusque-là. Afin d'éviter ce risque, les participants évitent de conclure ce type d'opération aussi longtemps que le problème juridique reste sans réponse. Une telle réaction de masse, si elle n'est pas maîtrisée correctement, pourrait sérieusement nuire au marché.

La réalisation du risque systémique d'un type ou d'un autre peut en fin de compte porter atteinte à la macroéconomie d'une région entière du monde.

⁴⁶ R. GOODE, H. KANDA, K. KREUZER, *Projet de rapport explicatif sur la Convention de La Haye sur les titres*, La Haye, 25 juin 2004.

⁴⁷ OICV/BRI, *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, Novembre 2001, p. 53; disponible sur <http://www.bis.org/publ/cpss46fr.pdf>.

2.2.4 *Non efficacité économique*

En dehors du fait que le risque juridique dans des systèmes de détention à plusieurs niveaux peut entraîner des pertes énormes ou même des effets systémiques, il est probable qu'il n'y ait pas d'efficacité économique dans chaque opération journalière. La raison est que la conséquence importante d'un cadre juridique qui n'est pas solide est l'augmentation des coûts de l'opération due au temps et à l'argent supplémentaires dépensés en accords contractuels et mesures pratiques pour surmonter l'incertitude juridique. Cela s'applique déjà à des situations purement internes, pour répondre aux insuffisances du cadre juridique national. Lorsqu'il s'agit de situations transfrontières, il faut répondre à des problèmes supplémentaires qui dérivent de l'interaction des deux lois nationales. Ce que l'on peut faire de mieux à l'heure actuelle est de porter remède à cette défaillance en construisant des "ponts" entre les différents systèmes nationaux. Chaque pont doit être construit de façon spéciale, prenant en considération les caractéristiques particulières des systèmes qu'il essayait de relier. Le système auquel on aboutirait serait par conséquent complexe et coûteux.

Ce poids supplémentaire pourrait dissuader les participants de conclure des opérations sur les titres en général, ou de rendre moins attrayants les titres en tant qu'objets de garantie. Ce dernier scénario pourrait augmenter le coût du crédit ou même, dans des circonstances particulières, rendre le crédit non disponible.

2.3 Remèdes

On l'a vu, la pratique commerciale actuelle en matière de détention et d'aliénation de titres dans des systèmes de détention à plusieurs niveaux s'est éloignée considérablement du cadre juridique en question. Étant donné que les mesures juridiques nationales qui régissent la détention de titres auprès d'un intermédiaire diffèrent de façon considérable, la situation législative qui en résulte dans le monde est un "assemblage" de concepts. Par conséquent, la situation de risque juridique purement national est encore compliquée par le volume croissant de détentions et d'aliénations transfrontières. Dès que le risque juridique apparaît et se réalise, des montants énormes peuvent être perdus et le risque systémique peut être déclenché. Mais même si le risque ne se matérialise pas, l'incertitude de la situation juridique peut influencer la confiance dans le marché. En outre, un cadre juridique incertain entraîne des inconvénients économiques parce que du temps et de l'argent sont investis pour surmonter le risque juridique, c'est-à-dire que les opérations sont plus coûteuses que nécessaire et, dans le pire des cas, les participants ne concluront pas certaines opérations simplement parce qu'elles sont trop risquées ou trop coûteuses.

Les Gouvernements ainsi que les organisations internationales gouvernementales et non gouvernementales ont commencé à réaliser l'état de la situation à la fin des années 80. Depuis lors, en particulier depuis la fin des années 90, on a vu apparaître de plus en plus d'initiatives. Au cours des deux dernières décennies, l'accent d'abord mis sur la réforme du droit national s'est déplacé vers la question du conflit de lois et, récemment, vers l'harmonisation transfrontière du droit matériel.

2.3.1 *Recommandations des organisations non gouvernementales*

Il y a eu ces dernières années plusieurs initiatives de consultation menées par des organisations non gouvernementales visant à attirer l'attention des Gouvernements, des autorités compétentes, du secteur financier privé et de la profession juridique sur les risques juridique et systémique, et sur les insuffisances du système actuel. Les plus importantes de ces initiatives dans le domaine des titres détenus auprès d'un intermédiaire sont celles menées par OICV/BRI et par le G30.

En novembre 2001, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV/IOSCO), avec la Banque des règlements internationaux (BRI), ont publié 19 *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*⁴⁸. On compte parmi les objectifs de ces Recommandations celui de donner des directives pour réduire le risque juridique et le risque systémique dans les systèmes de compensation et de règlement de titres, comme le démontrent les extraits suivants:

- Recommandation 1: "Les systèmes de règlement de titres devraient reposer sur une base juridique solide, claire et transparente dans les juridictions concernées";
- Recommandation 12: "[...] Il est essentiel que ces titres soient protégés contre les réclamations émanant de créanciers d'un conservateur";
- Recommandation 19: "Les liens entre DCT pour le règlement d'opérations transfrontières devraient être conçus et gérés de manière à réduire efficacement les risques liés à ces transactions".

En janvier 2003, le *Plan d'action* du G30⁴⁹ concernant la compensation et le règlement global a appuyé ces propositions dans ses propres Recommandations 14, 15 et 16. Il est particulièrement intéressant de relever que le G30 a identifié la résolution des problèmes de conflit de lois par la Convention de la Haye (voir *infra*) comme étant la première mesure essentielle pour accroître la certitude juridique en matière de droits sur titres. Toutefois, le rapport demande également instamment au législateur national de traiter les questions de droit matériel. Si la Recommandation 14 préconise le renforcement de l'opposabilité des contrats, la Recommandation 16 encourage la promotion par le droit national des accords de compensation avec déchéance du terme.

La Recommandation 15 du G30 traite le sujet de l'incertitude juridique en matière de droits sur titres, espèces et garantie. Les domaines suivants qui posent problème sont ici énoncés: (a) la question du conflit de lois; (b) la protection des avoirs des titulaires de comptes en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire; (c) l'élaboration de procédures solides et simples pour la constitution et la réalisation de sûretés sur les biens et (d) le caractère définitif des inscriptions sur des comptes de titres. Le rapport invite les législateurs nationaux à entreprendre des réformes juridiques à cet égard.

Il est évident que l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT couvre les points (b) à (d), alors que la Convention de la Haye (voir *infra*) traite le point (a). Il convient toutefois de relever qu'aucun de ces efforts internationaux ne s'applique aux transactions en espèces.

2.3.2 Réforme juridique sur le plan national

Sur le plan national, quelques pays ont révisé ces dernières années le cadre juridique applicable à la détention indirecte de titres afin de refléter la nouvelle réalité du marché.

Aux Etats-Unis, une révision fondamentale de l'article 8 du *Uniform Commercial Code* (U.C.C.)⁵⁰ a été entreprise en 1994 pour répondre à la nouvelle réalité et aux besoins du marché dans le contexte des titres détenus auprès d'intermédiaires, qui était devenu de loin le système de détention le plus commun. La version précédente de l'article 8 du U.C.C. - tout en reconnaissant la figure de l'intermédiaire - était néanmoins basée sur les principes de propriété directe des droits sur titres. La révision a été en partie accélérée par la crise boursière américaine de 1987 qui avait révélé le caractère insuffisant des règles existantes. Les nouveaux éléments les plus importants étaient l'instauration du concept de "droit sur titres" ("*security entitlement*") – une combinaison *sui generis* de droits de propriété et de droits contractuels que l'on ne peut mettre en œuvre presque exclusivement à l'encontre de son intermédiaire direct (pour remplacer l'approche

⁴⁸ OICV/BRI, *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, Novembre 2001, disponible sur <http://www.bis.org/publ/cpss46fr.pdf>.

⁴⁹ The Group of Thirty, *Global Clearing and Settlement – A Plan of Action*, 2003; cf. <http://www.group30>, notamment p. 109 *et seq.* (anglais seulement).

⁵⁰ The American Law Institute/National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, *Uniform Commercial Code, Official Text – 2000 with Comments, Revised Article 8* (Révision de 1994), p. 651 *et seq.*

traditionnelle du droit de propriété), l'amélioration des règles en matière de revendication par un tiers et l'éclaircissement des règles relatives à l'allocation appropriée des manques ⁵¹.

En Belgique ⁵², le droit de l'investisseur est défini comme un droit de copropriété d'une nature incorporelle sur une partie d'un ensemble notionnel de titres de même catégorie détenue par l'intermédiaire pour le compte de l'ensemble des détenteurs (voir les articles 2 et 6 de l'Arrêté). Le droit de l'investisseur est attesté par une inscription en compte, il ne s'agit pas du titre matériel ou dématérialisé. Le droit de copropriété est accompagné par des droits personnels à l'encontre de l'intermédiaire. En cas d'insolvabilité de l'intermédiaire, l'investisseur a un droit de revendication qui peut être exercé à l'encontre de l'intermédiaire et des créanciers de l'intermédiaire (voir les articles 12 et 13 de l'Arrêté).

Au Luxembourg ⁵³, la loi prévoit un cadre très analogue. L'investisseur qui détient des titres auprès d'un intermédiaire a un droit de (co)propriété dans une masse donnée de titres du même type non individuellement identifiés détenus par l'intermédiaire pour le compte de tous les propriétaires du même type de titres. Ce droit de propriété ne peut être exercé qu'à l'encontre de l'intermédiaire direct. Il existe un droit de revendication accordé aux investisseurs en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire. La loi interdit la saisie-arrêt sur les comptes de titres au niveau des systèmes de règlement des opérations. Les saisies au niveau supérieur ne sont pas non plus admises.

En France, des titres ont été dématérialisés en novembre 1984. Aujourd'hui, les titres émis en France doivent être inscrits dans un compte de titres ouverts dans les registres de l'émetteur ou dans les livres d'un intermédiaire financier habilité, les titres papiers ayant disparu. Les émetteurs et les intermédiaires ont à leur tour un compte auprès de Euroclear France dans lequel les titres sont attestés par des inscriptions en compte. Le nombre de titres qui apparaît dans les comptes tenus par des émetteurs et des intermédiaires doit correspondre au nombre de titres qui apparaît dans les comptes tenus par Euroclear France. Si ce n'est pas le cas, les investisseurs perdraient tout droit sur les titres qui figuraient sur leur compte auprès de l'émetteur ou de leur intermédiaire. En d'autres termes, les inscriptions dans les comptes tenus par Euroclear France l'emporte sur les inscriptions dans les comptes tenus par les intermédiaires ⁵⁴.

Le Japon a révisé en 2002 et 2004 le cadre juridique applicable aux actions, obligations et autres titres de créances, y compris les obligations du Gouvernement. Les instruments financiers en question peuvent maintenant être dématérialisés; toutefois, l'investisseur a le statut de propriétaire. Ni l'intermédiaire, ni le DCT n'a aucun droit de propriété sur les titres en question; ils sont seulement chargés des écritures comptables et de la tenue des comptes. Le droit de l'investisseur est déterminé par l'inscription sur son compte auprès de l'intermédiaire direct.

En outre, différents projets de réforme législative sont actuellement en cours dans d'autres pays.

La Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada a approuvé, en août 2004, un projet de loi uniforme sur les systèmes de détention à plusieurs niveaux au Canada, intitulé *Acte uniforme sur le transfert des valeurs mobilières* ⁵⁵. Cet instrument vise à harmoniser la législation canadienne sur le sujet et à maintenir un lien étroit avec le cadre modernisé existant aux Etats-Unis d'Amérique. Le projet de loi est actuellement en cours d'examen par les autorités gouvernementales des différentes provinces canadiennes.

⁵¹ Voir U.C.C. Article 8, Partie 5; J.S. ROGERS, *Policy perspectives on revised U.C.C. Article 8*, (1996) U.C.L.A. L. Rev. pp. 1431, 1451 *et seq.*

⁵² Voir l'Arrêté Royal belge coordonné n° 62 du 10 novembre 1967 relatif au dépôt d'instruments financiers fongibles et à la liquidation d'opérations sur ces instruments [coordonné par Arrêté Royal du 27 janvier 2004].

⁵³ Voir les articles 6, 7 et 15 de la Loi du 1er août 2001 concernant la circulation de titres et d'autres instruments fongibles.

⁵⁴ Code Monétaire et Financier, article L. 431-2, cf. F. NIZARD, *Les titres négociables*, Economica 2003, p. 217 *et seq.*

⁵⁵ Voir E.T. SPINK, M. PARÉ, *The Uniform Securities Transfer Act: Globalized Commercial Law for Canada*, Banking and Finance Law Review 19 (2004), p. 321 *et seq.*

En Suisse, une commission gouvernementale a été nommée en 2003 pour examiner les propositions du secteur privé en vue d'une réforme juridique des titres. La commission a soumis un rapport qui propose une réforme globale de la législation sur les titres détenus auprès d'intermédiaires. Un projet de texte sera publié pour consultation plus tard au courant de cette année, et un projet de loi devrait être soumis au Parlement suisse en 2005. Si les propositions initiales mettaient l'accent sur la codification des pratiques existantes et sur l'élimination des défaillances mineures, le projet actuel envisage la réforme plus générale et vise à créer un cadre juridique solide et transparent à la fois pour la conservation et le transfert des titres détenus auprès d'intermédiaires.

Au Royaume-Uni, le *Financial Markets Law Committee* (FMLC) a examiné en 2002 les incertitudes juridiques qui existaient dans le cadre des marchés de titres détenus auprès d'intermédiaires. Le FMLC a constitué un groupe de travail pour élaborer une législation relative aux risques juridiques en matière de titres d'investissement détenus par des intermédiaires. Le groupe de travail a présenté un rapport qui justifie la nécessité d'une réforme législative et indique les principes que la législation devrait suivre ⁵⁶.

2.3.3 *Réforme juridique sur le plan international*

2.3.3.1 *La Convention de La Haye*

Les parties ont besoin de savoir avec certitude quelle sera la législation qui régira les diverses questions juridiques pertinentes à leur droit, et les règles traditionnelles de conflit de lois ne donnent pas toujours de réponse claire lorsqu'elles sont appliquées aux schémas modernes de détention et de transfert.

L'adoption en décembre 2002 de la *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* ⁵⁷ a représenté un important pas en avant vers la modernisation et la clarification du droit relatif à la détention et au transfert indirect de titres. Cet objectif est atteint par la constitution d'un régime uniforme de conflit de lois (articles 4, 5 et 6) qui écarte toutes règles nationales de conflit de lois dans ce domaine et donne aux parties la réponse quant à savoir quel est le droit matériel applicable à leur situation spécifique.

La Convention de La Haye est une pure convention de conflit de lois. Ainsi, elle n'a aucun effet sur le droit matériel qui sera appliqué lorsque la loi applicable aura été déterminée.

Le champ d'application de la Convention est déterminé dans son article 2. Ainsi, le droit matériel (national) déterminé par application de la Convention de La Haye régit:

- la nature du droit d'un titulaire de comptes à l'égard de son intermédiaire et des tiers ainsi que les effets, à l'égard de l'intermédiaire et des tiers, d'un transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire;
- la question de savoir si le droit a pour effet d'éteindre ou de primer le droit d'une autre personne; il s'applique en particulier au rang entre (i) une personne qui acquiert un droit sur des titres de bonne foi, à titre onéreux et sans avoir connaissance d'une revendication; et (ii) toute autre personne revendiquant un droit;

⁵⁶ *Analysis of the need for and nature of legislation relating to property interests in investment securities statute, with a statement of principles for an investment securities statute*, Financial Markets Law Committee, 2004, disponible sur <http://www.fmlc.org> (en anglais seulement).

⁵⁷ *Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire*, adoptée à La Haye sous les auspices de la Conférence de La Haye de droit international privé le 13 décembre 2002; disponible sur <http://www.hcch.net>. Pour une discussion exhaustive des questions de conflit de lois et de la Convention, voir Ch. BERNASCONI, *op.cit.*, p. 27 et seq.; R. GOODE, H. KANDA. K. KREUZER, *Projet de rapport explicatif sur la Convention de La Haye sur les titres*, La Haye, 25 juin 2004; P. POTOK (ed.), *op. cit.*, p. 48 et seq.

- la question de savoir si un intermédiaire a des obligations envers une personne autre que le titulaire de compte qui revendique des droits concurrents sur des titres détenus auprès de cet intermédiaire à l'encontre du titulaire de compte ou d'une autre personne (cela inclut la question de savoir si les "saisies au niveau supérieur" sont autorisées).

En vertu de la Convention de La Haye, la loi applicable est déterminée conformément aux articles 4 et 5. La règle principale de l'article 4 énonce que la loi applicable est déterminée sur la base d'une convention expresse entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent si la convention est articulée de l'une des deux façons suivantes: si le titulaire de compte et son intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier régira leur convention de compte, cette loi régira également toutes les questions mentionnées au paragraphe 1 de l'article 2; si toutefois le titulaire de compte et son intermédiaire pertinent conviennent expressément que la loi d'un Etat particulier régira toutes les questions mentionnées au paragraphe 1 de l'article 2, cette loi régira toutes ces questions, qu'elles aient ou non choisi une loi distincte pour régir la convention de compte. Les parties peuvent convenir expressément que la loi d'un Etat régira toutes les questions mentionnées au paragraphe 1 de l'article 2 et que la loi d'un Etat différent régira la convention de compte. La loi choisie par les parties pour la convention de compte ne s'applique que si l'intermédiaire pertinent à, au moment de la conclusion de la convention sur la loi applicable, un établissement dans l'Etat dont la loi a été choisie qui réponde à certains critères de fait.

Si la loi applicable n'est pas déterminée de cette façon, l'article 5 de la Convention prévoit certaines dispositions subsidiaires. Ces dispositions prévoient, en définitive, l'application de la loi de l'Etat qui régit la constitution ou, à défaut, l'organisation de l'intermédiaire. L'article 6 énonce une liste de critères à exclure pour déterminer la loi applicable en vertu de la Convention ⁵⁸.

Etant une pure convention de droit international privé, la Convention de La Haye n'a aucun effet sur le droit matériel qui sera appliqué lorsque la loi applicable aura été déterminée. Par conséquent, même après la mise en oeuvre de la Convention de La Haye, le droit matériel de chaque Etat garde son rôle, à savoir de donner un cadre juridique solide en matière de détention et d'aliénation de titres qui soit sans lacunes, sans incertitudes, sans complications ou obstacles lourds. Cela signifie également que les questions de compatibilité transfrontière du droit matériel ne peuvent être traitées par la Convention de La Haye.

2.3.3.2 *Union européenne*

Au niveau régional, il y a eu plusieurs initiatives récentes au sein de l'Union européenne en vue d'améliorer l'environnement des négociations transfrontières et de supprimer les barrières à la compensation et au règlement transfrontière en particulier. Le cadre juridique actuel, en particulier dans la Directive sur le caractère définitif du règlement ⁵⁹ et la Directive concernant les contrats de garantie financière ⁶⁰, couvre plusieurs aspects qui relèvent du champ d'application de l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT.

La Directive sur le caractère définitif du règlement minimise les perturbations causées à un système de règlement par l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité en garantissant:

⁵⁸ La Convention traite également un certain nombre d'autres éléments importants, parmi lesquels (1) la protection des droits en cas de changement de la loi applicable (article 7); (2) le rôle de la Convention dans les procédures d'insolvabilité (article 8); (3) la détermination de la loi applicable en relation avec un Etat à plusieurs unités (article 12); et (4) certaines dispositions transitoires pour déterminer la priorité entre les droits nés avant et après l'entrée en vigueur de la Convention et pour traiter des conventions de compte conclues et des comptes de titres ouverts avant l'entrée en vigueur de la Convention (articles 15 et 16).

⁵⁹ Directive 98/26/CE du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres; disponible sur http://europa.eu.int/eur-lex/fr/lif/reg/fr_register_1040.html

⁶⁰ Voir les articles 4, 7 et 9 de la Directive 2002/47/CE du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière; disponible sur http://europa.eu.int/eur-lex/fr/lif/reg/fr_register_1040.html. Voir K. LÖBER, "Die EG-Richtlinie über Finanzsicherheiten", *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, p. 601 et seq.

- que les ordres de transfert et leur compensation produisent leurs effets en droit et sont opposables aux tiers;
- qu'aucune opération effectuée ne pourra être remise en cause sur la base de ce que l'on appelle la "règle de l'heure zéro" qui figure parfois dans les législations sur l'insolvabilité;
- que les ordres de transfert sont irrévocables au-delà d'un moment fixé par le système; et
- que la garantie fournie aux banques centrales ou liée à la participation à un système de règlement soit soustraite aux effets de la législation sur l'insolvabilité.

En outre, la Directive sur le caractère définitif du règlement prévoit, sur ce dernier aspect, une règle de conflit de lois.

La Directive concernant les contrats de garantie financière, qui est dans la phase de mise en oeuvre par les Etats membres de l'Union européenne, a un champ d'application beaucoup plus large puisqu'elle couvre une grande partie des opérations de garantie financière exécutées par des systèmes et des "intermédiaires financiers". La Directive:

- protège le preneur de la garantie en cas d'insolvabilité du constituant de la garantie;
- limite les conditions de forme pour les contrats de garantie financière et protège leur validité et leur caractère définitif contre certaines dispositions en matière d'insolvabilité, comme la "règle de l'heure zéro";
- permet, à certaines conditions, la réutilisation des garanties;
- reconnaît la compensation et la compensation avec déchéance du terme même lorsque son application est déclenchée par l'engagement ou la poursuite d'une procédure de liquidation ou de mesures d'assainissement; et
- prévoit une règle de conflit de lois concernant la nature juridique et les effets patrimoniaux de la garantie sous forme d'instruments financiers transmissibles par inscription en compte, les exigences relatives à la mise au point et à la validité d'un contrat de garantie financière pour le rendre opposables aux tiers, le conflit entre droits concurrents et la réalisation des garanties.

Le second rapport du groupe Giovannini ⁶¹ (avril 2003) a indiqué que l'absence d'un cadre commun pour traiter des droits sur titres détenus auprès d'un intermédiaire constitue une barrière juridique persistante au développement du règlement et de la compensation transfrontière dans l'Union européenne.

Suivant les recommandations données dans ce rapport, la Commission européenne ⁶² est sur le point de constituer (fin 2004 ou début 2005) un groupe pour élaborer une proposition de législation relative aux aspects suivants:

- la nature de droits de l'investisseur concernant les titres détenus dans un compte auprès d'un intermédiaire;
- le transfert de ces droits;
- le caractère définitif des transferts dématérialisés;
- le traitement des saisies au niveau supérieur;
- la protection de l'investisseur contre l'insolvabilité de l'intermédiaire;
- l'acquisition de ces droits en bonne foi par des tiers;

⁶¹ Le Groupe Giovannini, *Second Report on EU Clearing and Settlement*, Bruxelles, avril 2003; dans ce second rapport, le groupe traite la question de savoir quelles actions devraient être entreprises pour éliminer les barrières à l'intégration du marché financier européen identifiées dans son premier rapport: le Groupe Giovannini, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Bruxelles, novembre 2001. Les deux rapports sont disponibles dans la version anglaise seulement sur http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini_en.htm

⁶² Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, *Compensation et règlement-livraison dans l'Union européenne – Un plan pour avancer*, p. 25 et seq.; disponible sur http://europa.eu.int/eur-lex/fr/com/cnc/2004/com2004_0312fr01.pdf

18.

- les différences existants dans les règles relatives aux transferts de propriété aux fins des opérations de sociétés, dans la mesure où ces différences se reflètent dans les législations nationales; et
- le choix de la localisation des titres.

2.4 Conclusion

Au cours des cinquante dernières années, la pratique de la détention et de l'aliénation de titres d'investissement a énormément changé: un système de détention auprès d'intermédiaires s'est développé en s'éloignant du concept traditionnel de conservation ou de dépôt de certificats sur support matériel, pour des raisons d'efficacité, de certitude et de rapidité. Dans ce système, la plus grande partie des titres est immobilisée auprès du dépositaire central de titres. L'investisseur détient des titres à travers une chaîne d'intermédiaires qui sont en définitive liés au dépositaire central de titres. L'acquisition et l'aliénation de titres, y compris la constitution de garantie, sont dans la pratique effectuées sur la base d'une inscription sur les comptes concernés. Les titres eux-mêmes ne sont plus déplacés physiquement.

Toutefois, le cadre juridique qui sous-tend ce système moderne de détention auprès d'intermédiaires dans de nombreux pays repose encore sur les concepts juridiques traditionnels qui s'étaient développés en premier lieu pour la méthode traditionnelle de détention et d'aliénation, à savoir pour la conservation matérielle de biens corporels. Le risque juridique dans le domaine de la détention et de l'aliénation de titres est, pour cette raison, particulièrement élevé. L'incertitude juridique est accrue du fait que les titres sont de plus en plus détenus et transférés au-delà des frontières, puisque les cadres juridiques nationaux ne sont pas nécessairement compatibles les uns avec les autres. Le risque juridique peut même, dans une période de "stress", déclencher des effets systémiques. En outre, le risque juridique persistant porte atteinte à l'efficacité des marchés, comme le démontre aisément l'exemple de l'augmentation des coûts de l'opération.

Seuls quelques pays ont abordé la question de la modernisation de fond du cadre juridique pour la détention et le transfert de titres, mais naturellement limitée à leur cadre juridique interne. La détention et le transfert de titres transfrontières connaissent des faiblesses relatives à la solidité interne des systèmes nationaux et des problèmes de compatibilité entre les différents cadres juridiques qui régissent une situation donnée.

La question de l'harmonisation du cadre juridique relatif à la détention et à l'aliénation de titres a été traitée par deux Organisations internationales: la *Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* a été adoptée en décembre 2002 sous les auspices de la Conférence de La Haye de droit international privé. Toutefois, la Convention de La Haye ne peut pas, de par sa nature, traiter des questions de droit matériel.

Sur le plan régional, la Directive concernant le caractère définitif du règlement et celle sur les contrats de garantie financière ont mis en place un cadre juridique fragmenté pour ce qui est de la détention et l'aliénation des titres dans l'Union européenne, avec un accent particulier mis sur les opérations de garantie.

Il manque par conséquent encore un cadre qui traite de façon globale les questions de droit matériel dans les domaines qui posent problème identifiés plus haut, en particulier au niveau international. Un tel cadre serait le complément nécessaire de la Convention de La Haye et des efforts d'harmonisation dans l'Union européenne.

L'avant-projet de Convention d'UNIDROIT sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicable aux titres détenus auprès d'un intermédiaire vise à combler cette lacune.

3. ELEMENTS PRINCIPAUX DE L'AVANT-PROJET DE CONVENTION

Pour déterminer le champ d'application de l'instrument, il faut en premier lieu définir les critères qui devraient régir la question de savoir si un domaine particulier doit être traité par une règle harmonisée. A cet égard, une approche rigoureuse a été adoptée: une règle harmonisée devrait être considérée comme nécessaire si elle est manifestement requise pour réduire le risque juridique ou systémique, ou pour promouvoir l'efficacité du marché. Une telle approche reconnaît que, s'il est tout à fait souhaitable en principe de parvenir à une harmonisation des règles, il s'agit dans la pratique d'une procédure complexe et difficile qui exige un consensus à la fois sur le plan technique et politique. La difficulté d'y parvenir, surtout dans un délai raisonnable, a fortement pesé en faveur d'une approche restrictive quant à la portée de l'harmonisation.

3.1 Solidité interne et compatibilité

A la lumière des considérations qui précèdent et en tenant compte de la réponse cruciale, bien que limitée en raison de sa nature d'instrument de conflit de lois, apportée par la Convention de La Haye, la modernisation et l'harmonisation des aspects principaux de droit matériel exigent une action de deux points de vue.

En premier lieu, le projet doit être considéré du point de vue de la promotion de la *solidité interne* au sein du cadre juridique national. Cela signifie que chaque système devrait avoir un cadre juridique solide pour la détention et le transfert des titres auprès d'intermédiaires, en tenant compte en particulier des objectifs de protection de l'investisseur et d'efficacité. En termes généraux, un cadre juridique remplit ces critères lorsque les détenteurs de titres auprès d'intermédiaires peuvent être certains que leurs droits sont forts et qu'ils ont à disposition des règles et procédures simples et claires pour l'acquisition, la détention, l'aliénation (y compris le transfert en pleine propriété et la constitution de sûreté) et la réalisation⁶³. Par ailleurs, il est évidemment essentiel que le droit du titulaire de compte ne soit pas exposé aux risques comme par exemple l'insolvabilité de tout intermédiaire ou l'interférence de parties non pertinentes.

L'objectif de la solidité interne de chaque système ne justifierait cependant pas en soi l'effort d'harmonisation globale au moyen d'une convention internationale. Cela pourrait se faire beaucoup plus facilement au niveau national seulement. Mais comme cela a été expliqué, le risque juridique et la non efficacité économique découlent du manque de stabilité interne *et* d'une base juridique non satisfaisante pour la détention et les opérations transfrontières. Par exemple, il est possible que les règles de deux systèmes de droit, bien que chacune soit solide sur le plan interne, ne le soient pas lorsque combinées et produisent un résultat peu clair et non satisfaisant lorsqu'elles interagissent. Il est par conséquent essentiel de promouvoir la compatibilité des lois nationales à travers un effort coordonné et harmonisé en ce qui concerne la révision des règles nationales.

Il convient de souligner qu'il est difficile de classer les questions traitées dans le futur instrument comme visant exclusivement la solidité interne ou la compatibilité. Tant la solidité interne d'un système, que sa compatibilité avec d'autres systèmes, ne peuvent qu'être traitées comme un tout dans le cadre d'un ensemble de règles harmonisées de droit matériel.

3.2 Approche fonctionnelle

La future Convention doit faire face aux diverses traditions et cadres conceptuels de différents systèmes de droit. C'est pour cette raison que l'avant-projet d'instrument adopte une approche fonctionnelle, à savoir qu'il utilise un langage aussi neutre que possible par rapport aux diverses traditions juridiques impliquées et formule des règles par référence aux résultats pour faciliter la conciliation de concepts juridiques différents dans des Etats différents.

⁶³ L'établissement du caractère "fort" d'un droit sur des titres détenus de façon indirecte est un processus qui implique des questions juridiques et des règles opérationnelles. Ces dernières vont cependant au-delà du champ d'application du futur instrument.

3.2.1 *Importance de l'approche fonctionnelle*

Dans chaque pays, la loi régissant la détention et le transfert de titres figure dans la législation nationale et est intégrée dans divers domaines du droit: le droit commercial, le droit des sociétés, le droit fiscal, le droit de l'insolvabilité, etc., ainsi que par le biais de mesures prises par les autorités régulatrices. En général, les dispositions d'un instrument international peuvent soit apporter un élément nouveau ("intrus") par rapport à la législation nationale, soit chercher des solutions compatibles avec la loi de tous les Etats parties ou au moins avec leur tradition juridique. La première solution pose des difficultés majeures en termes de mise en œuvre alors que la seconde signifierait probablement qu'il faudrait tenir compte d'un très grand nombre de spécificités nationales, ce qui alourdirait le processus de rédaction et le rendrait peut-être impossible. L'avant-projet de Convention prévoit une approche intermédiaire: il ne suit pas les législations nationales (et est donc un "intrus"), mais il vise à éviter une trop forte "intrusion" en ne formulant que des règles par référence aux résultats. Les moyens de parvenir au résultat souhaité dans un système juridique concret ne sont pas décisifs et restent à la discrétion du législateur national, à condition d'être compatibles avec les autres règles de l'avant-projet de Convention.

A titre d'exemple, la protection des titres d'un titulaire de compte en cas d'insolvabilité de son intermédiaire pourrait être assurée par les moyens suivants: par exemple (a) en traitant les titres comme des "biens", avec pour résultat que puisqu'ils appartiennent à une personne autre que la partie insolvable, ces biens ne font pas partie du patrimoine de l'insolvabilité, conformément aux principes juridiques traditionnels; ou (b) en détenant des titres auprès d'un intermédiaire en vertu d'un mécanisme de *trust*, avec pour effet qu'en vertu de la loi applicable, les biens du bénéficiaire ne sont pas disponibles pour les créanciers du propriétaire (fiduciaire/*trustee*). Plusieurs autres techniques sont certainement possibles.

Dans cet exemple, suivre l'approche fonctionnelle signifie qu'une règle n'a pas besoin d'adopter l'une de ces techniques, mais de se concentrer exclusivement sur une description du résultat: *Les droits du titulaire du compte résultant du crédit d'un compte de titres [...] sont opposables et produiront plein effet à l'encontre de l'administrateur et envers les créanciers dans la procédure d'insolvabilité concernant l'intermédiaire pertinent* (voir l'article 11 de l'avant-projet de Convention).

3.2.2 *Neutralité quant au langage*

Les rédacteurs d'autres instruments internationaux ont trouvé qu'il était plus difficile que prévu d'utiliser les concepts juridiques en apparence communs comme "biens" ou "possession" d'une manière qui serait interprétée dans le même sens dans tous les systèmes juridiques. L'avant-projet de Convention essaie par conséquent d'éviter de tels termes ainsi que la prédétermination involontaire de concepts, et utilise au contraire un langage neutre en employant des termes simples.

Ainsi, pour assurer l'application uniforme des dispositions de l'avant-projet de Convention, il convient d'éviter autant que possible toute référence à des concepts traditionnels. En ce qui concerne par exemple un concept traditionnellement connu dans de nombreux pays comme "l'acquisition de bonne foi", les conditions doivent être définies avec un libellé aussi simple que possible afin d'éviter d'avoir recours aux concepts traditionnels. En définitive, et il a été décidé de remplacer le concept traditionnel d'"acquisition de bonne foi" (sauf dans le titre du Chapitre et de l'article 10) par une description: *La revendication d'un tiers n'est pas opposable à la personne qui acquiert des titres détenus auprès d'un intermédiaire [...] lorsque, au moment de cette acquisition, cette personne n'a pas connaissance de cette revendication sur ces titres. [...] [U]ne personne a connaissance de la revendication d'un tiers lorsqu'elle a une connaissance réelle de la revendication de ce droit par un tiers ou lorsqu'elle a connaissance de faits suffisants pour établir une probabilité significative de la revendication de ce droit par un tiers et ignore délibérément les informations qui établissent l'existence de la prétention d'un tiers [...]* (voir l'article 10 de l'avant-projet de Convention).

3.2.3 *Limites de l'approche fonctionnelle*

Le désir d'adapter différents concepts juridiques et d'élaborer un instrument aussi peu "intrus" que possible en employant des règles fondées sur des faits est évident. Toutefois, ceci ne signifie pas que l'on peut éviter entièrement toute intrusion. Lorsque que l'objectif de la future Convention exige une pratique *uniforme*, la disposition en question de l'avant-projet de Convention sera plutôt détaillée et rigide. Dans la procédure de consultation qui a conduit à l'adoption de la Convention du Cap de 2001 relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles, on a appelé cela un projet "fondé sur une règle" par opposition à "fondé sur un critère". Par conséquent, des amendements aux lois qui ont suivi jusqu'à ce jour des concepts différents pourraient être nécessaires, en particulier lorsque la question de la compatibilité des cadres juridiques est au premier plan. Par exemple, dans le cadre de l'acquisition et de l'aliénation de titres, l'avant-projet de Convention envisage un régime qui laisse peu de marge de manoeuvre au législateur national: *le titulaire d'un compte de titres acquiert des titres détenus auprès d'un intermédiaire par leur crédit à son compte* (voir l'article 3(1) de l'avant-projet de Convention).

Le conflit qui existe entre la nécessité d'élaborer un cadre juridique uniforme et le souhait de créer un instrument avec le moins d'"intrusions" possible a pour résultat, en ce qui concerne plusieurs éléments de la détention et de l'aliénation de titres, une stratégie à deux niveaux: d'une part, l'avant-projet de Convention prévoira une règle uniforme et relativement stricte concernant un aspect particulier de la détention de titres auprès d'un intermédiaire; d'autre part, l'avant-projet n'écarte pas nécessairement d'autres concepts juridiques - traditionnels - concernant cet aspect, à condition que la règle uniforme l'emporte. L'avant-projet met en oeuvre cette stratégie concernant l'acquisition et l'aliénation de titres (y compris la constitution de sûreté) en établissant une séquence de priorités qui fait prévaloir les droits créés en vertu des règles de la future Convention sur les droits créés en vertu des règles nationales traditionnelles.

Lorsque les questions n'ont pas de rapport direct avec la stabilité du système et le risque juridique, par exemple l'exercice effectif des droits sociaux (voir l'article 1(1)(a) et 1(3)), l'avant-projet de Convention se limite à proposer une règle strictement fondée sur le résultat et laisse à la loi nationale le soin d'établir les moyens concrets particuliers d'aboutir à ce résultat.

3.3 **Caractère international**

Il y a eu des discussions concernant la question de savoir si l'avant-projet de Convention devait introduire un cadre juridique uniquement à l'égard de la détention et des opérations qui contiennent un élément international ou s'il ne devrait traiter que des situations purement nationales. La première solution, qui n'appliquerait le futur instrument qu'aux situations contenant un élément international, est tentante parce qu'elle permettrait de ne pas modifier le régime pour les situations strictement nationales. Cependant, cette solution part de l'hypothèse, en premier lieu, qu'il existe encore des opérations strictement nationales et, en second lieu, que l'on aboutirait à un cadre juridique avec deux solutions: une pour les situations nationales, et une pour les situations qui comprennent un élément international. Ceci voudrait dire qu'il faudrait classer chaque opération afin de déterminer quelle solution lui serait applicable. Ceci pourrait être relativement difficile, voire même impossible. Par conséquent, les règles promues par l'avant-projet de Convention s'appliquent aussi bien aux opérations nationales qu'à celles ayant un élément international.

3.4 **Les besoins des participants utilisés comme lignes directrices**

En essayant d'identifier la nature et l'ampleur des règles harmonisées qui sont souhaitables, il était utile d'examiner les besoins des principaux participants par rapport aux critères de risque juridique et systémique et à l'efficacité du marché dans un contexte national, mais aussi international.

22.

3.4.1 *Inscriptions en compte*

Avant toute autre chose, le titulaire de compte doit être sûr que les titres sur son compte représentent des droits qui sont valables et opposables à son intermédiaire et aux tiers, même en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire. Cela s'applique au titulaire de compte au bas de la chaîne de détention (investisseur) ainsi qu'aux titulaires de comptes au milieu de la chaîne, à savoir les intermédiaires qui détiennent les titres auprès d'un autre intermédiaire (niveau plus élevé). Un aspect étroitement lié à ce qui précède est que l'annulation des inscriptions en compte ne devrait être possible qu'en vertu d'exceptions clairement indiquées au préalable.

Ces aspects sont traités aux articles 1(d), 2(2)(a), 5, 11, 14 et 15.

3.4.2 *Fruits, droit de vote, etc.*

Un investisseur doit être certain que la détention de titres dans un système de détention à plusieurs niveaux n'affaiblit par sa position concernant (a) la réception de dividendes ou d'autres fruits de son investissement; (b) l'exercice du droit de vote et d'autres droits sociaux; et (c) l'exercice du droit de compensation à l'égard de l'émetteur, qui ne devrait pas être interdit plus que dans le système de détention directe.

L'avant-projet de Convention traite ces questions aux articles 2(1) et (3), et 18.

3.4.3 *Des règles claires et simples pour les transactions*

Les parties à tout type de transactions (acquisition, aliénation, constitution d'une sûreté) doivent pouvoir disposer de règles simples pour cette transaction. Cela signifie également que (1) il faut définir clairement l'opposabilité d'une transaction à l'égard des tiers; (2) l'acquéreur de titres ou d'une sûreté devrait être protégé contre des revendications de tiers qui invoquent un droit préalable ou prioritaire, sauf dans des cas où le titulaire de compte connaissait un droit existant préalable sur le bien en faveur de cette partie; (3) il devrait y avoir des règles claires concernant les priorités d'aliénations concurrentes.

Les règles respectives figurent aux articles 3 à 6, 9 et 10.

3.4.4 *Intégrité de la relation titulaire de compte / intermédiaire*

L'intermédiaire a besoin d'être sûr qu'il ne sera exposé qu'aux actions qui reposent sur la relation avec son propre titulaire du compte et qu'il est protégé de l'interférence des tiers. Les tiers n'ont pas accès à cette relation à moins que cela ne soit prévu expressément, par exemple lors de la constitution d'une sûreté portant sur des titres en faveur d'un tiers. Ainsi, l'intermédiaire ne doit reconnaître que (1) les droits de son propre titulaire du compte à l'égard du compte; (2) les sûretés portant sur des avoirs crédités sur un compte qu'il tient pour son propre titulaire du compte; (3) les décisions de saisir ou de geler l'un des droits qui précèdent en faveur d'un tiers.

Ces questions sont traitées aux articles 2(2)(b), 8 et 13.

3.4.5 *Instructions*

Il devrait y avoir un régime clair pour les instructions afin de protéger l'intermédiaire et le système de compensation et de règlement-livraison: (1) l'intermédiaire doit savoir avec certitude quelles instructions sont contraignantes (celles du titulaire du compte et éventuellement celles du tiers garanti) et qui n'est pas autorisé à donner des instructions (tiers); (2) il devrait y avoir des limites à la possibilité de révoquer les instructions.

Les règles relatives aux instructions et à leur révocation figurent à l'article 13.

4.3.6 Règlement net

L'intermédiaire devrait pouvoir effectuer un règlement net. Cela signifie que, dans la mesure où il y a des crédits et des débits concordants sur les comptes tenus par l'intermédiaire pour ses titulaires de compte, il n'est pas nécessaire qu'il y ait des inscriptions parfaitement concordantes dans les comptes de l'intermédiaire gérés au niveau supérieur, mais ces inscriptions devraient simplement refléter le changement global net du solde consolidé de l'ensemble de ses titulaires de compte.

Le règlement net est traité à l'article 3(5).

4.3.7 Intégrité de l'émission

L'émetteur de titres doit être certain que les règles relatives à l'acquisition de titres ne conduisent pas à une situation dans laquelle le nombre de titres d'une certaine nature détenus à travers le système d'intermédiaires excède le nombre de titres émis à l'origine ("inflation").

La question est traitée à l'article 16.

3.4.8 Réalisation des sûretés

Il devrait y avoir des règles claires et simples concernant la réalisation d'une sûreté portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire. Ces règles devraient permettre la réalisation rapide sans conditions de forme lourdes lorsque les conditions de fond ont été remplies, d'une façon qui ne porte pas atteinte aux droits du constituant.

Les règles relatives à la réalisation des sûretés figurent à l'article 20.

3.4.9 Droit d'utilisation

Le constituant doit savoir exactement si, et dans quelle mesure, le preneur de la garantie peut utiliser les titres dont il détient le contrôle à d'autres fins, notamment si et dans quelles conditions il est autorisé à constituer une autre sûreté sur ses droits en faveur d'un tiers.

Ce point est traité à l'article 21.

2^{ème} PARTIE NOTES EXPLICATIVES

Le texte de l'avant-projet de Convention se trouve en Annexe au présent document.

ARTICLE 1 - DEFINITIONS ET INTERPRETATION

Paragraphe 1

Dans la majorité des cas, l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT reprend les définitions utilisées dans la Convention de La Haye puisque celles-ci reflètent déjà le consensus atteint entre un grand nombre de pays. L'utilisation de définitions et de concepts identiques facilitera la compatibilité des deux instruments internationaux et leur mise en œuvre dans le droit interne.

Alinéa a): "titres"

La définition des "titres" a été voulue très large, bien que qu'elle le soit légèrement moins que celle de la Convention de La Haye, puisqu'elle limite la catégorie des "instruments ou actifs financiers"

(Convention de La Haye) aux “instruments financiers [cessibles] [négociables] ou actifs financiers” (avant-projet de Convention d’UNIDROIT). Elle inclut toutes sortes d’actifs financiers, autres que des espèces. Les commentateurs de la Convention de La Haye la qualifient de définition fluide, qui repose principalement sur le critère relatif à l’aptitude d’un instrument financier à être crédité sur un compte. L’avantage évident d’adopter cette approche souple, plutôt que d’établir une liste fixe d’instruments financiers qui sont considérés comme étant des titres, est qu’elle peut permettre de couvrir les futurs nouveaux types d’instruments financiers.

La méthode d’émission d’un instrument financier n’est pas un critère adéquat, et les considérations suivantes sont donc exclues:

- le marché sur lequel les titres sont émis;
- le fait que le titre soit matérialisé ou non par un certificat;
- la forme que prend le certificat (simple, *global*, *jumbo*) le cas échéant;
- la question de savoir si les titres peuvent être retirés du système de détention et être détenus directement par l’investisseur;
- la question de savoir si les titres sont ou non cotés en bourse;
- etc.

L’expression “ou tout droit sur ces titres” est nécessaire car le futur instrument devrait également couvrir les cas où des titulaires de compte ne jouissent pas de la pleine propriété des titres, par exemple lorsqu’une sûreté est constituée sur ces titres, ou dans certains cas de détention indirecte, par exemple lorsque le titulaire du compte est le propriétaire apparent et l’intermédiaire est le propriétaire légitime des titres. Dans le même but, la définition inclut également clairement tout droit de l’intermédiaire sur les actifs.

La définition de titres pose une restriction relative aux “espèces” prévoyant que l’instrument n’a pas vocation à s’appliquer à l’argent déposé ou payé à une banque quelqu’en soit la raison et quelque soit le compte sur lequel l’opération est effectuée.

Alinéa b): “compte de titres”

La définition couvre, aux fins de la future Convention, les comptes entre tous types de parties à un système de détention intermédiée, à savoir investisseur / intermédiaire, intermédiaire au niveau supérieur / intermédiaire au niveau inférieur; intermédiaire / dépositaire central national de titres (DCT). Cependant, la relation entre un DCT et un émetteur n’est pas incluse.

Alinéa c): “intermédiaire”

Les intermédiaires sont généralement des banques ou des courtiers, mais peuvent également être des dépositaires centraux nationaux ou internationaux de titres, des entreprises de compensation, etc. Même les Banques centrales peuvent rentrer dans cette définition. Par conséquent, la notion englobe tous les participants à un système de détention intermédiée, mis à part le dernier titulaire du compte (“investisseur”) et l’émetteur (qui ne devrait même pas être considéré comme participant au système). Cf. les commentaires sous “titulaire du compte”.

Sont exclues du champ d’application de cette disposition d’autres personnes qui fournissent une assistance dans le cadre de la détention et de l’aliénation de titres, telles que les agents, consultants, dirigeants des intermédiaires, etc.

Alinéa d): “titulaire du compte”

Le champ d’application de cette large définition comprend les personnes suivantes:

- le dernier titulaire du compte dans la chaîne de détention, qu’il soit, du point de vue économique, l’investisseur ou l’agent d’une autre personne; et

- un intermédiaire à un niveau inférieur détenant des titres auprès d'un autre intermédiaire à un niveau supérieur.

Mais il exclut:

- une personne habilitée à donner des instructions sans être ledit titulaire du compte, par exemple un tiers qui aurait acquis une sûreté sur les actifs inscrits au crédit de ce compte; et
- le dépositaire central national de titres pour ce qui est de sa relation avec l'émetteur.

Alinéa e): "convention de compte"

La convention de compte désigne le contrat établissant les droits et les obligations respectifs du titulaire du compte et de l'intermédiaire. La future Convention ne pose aucune condition de forme à cet égard.

Alinéa f): "titres détenus auprès d'un intermédiaire"

Cette définition est l'une des expressions centrales de cet avant-projet dans la mesure où elle renvoie, tout au long du texte, à la position juridique fondamentale du titulaire du compte. Cependant, "titres détenus auprès d'un intermédiaire" est une expression générique qui n'a pas de contenu en elle-même et qui n'a pas vocation à définir la nature du rapport juridique. La définition du statut juridique du titulaire du compte relève de la loi applicable (voir l'article 2(1)(e)). Cependant, elle est soumise à l'article 2 et doit aussi être compatible avec les autres dispositions de l'avant-projet de Convention.

Parallèlement, la définition limite le champ d'application de l'avant-projet de Convention aux titres détenus auprès d'un intermédiaire par opposition aux titres qui ne sont pas inclus dans un système de détention intermédiée. Par conséquent, lorsque les investisseurs détiennent des certificats, directement ou auprès d'un agent, ou lorsqu'ils sont directement inscrits dans les comptes de l'émetteur, l'avant-projet de Convention ne s'applique pas.

Pour relever du champ d'application de l'avant-projet de Convention, les titres doivent être inscrits au crédit d'un compte détenu auprès d'un intermédiaire. Ils ne bénéficient plus du régime de l'avant-projet de Convention dès lors qu'ils sont retirés du système de détention intermédiée.

Il convient de souligner que l'élément fondamental est l'acquisition du droit par l'inscription de titres au crédit d'un compte détenu auprès d'un intermédiaire. Ainsi, le fait que l'intermédiaire garde ou non un droit quelconque sur les titres n'influe pas. Par conséquent, les titres sont détenus auprès d'un intermédiaire même si, comme cela est notamment le cas dans les systèmes juridiques retenant une approche conférant un droit de propriété au titulaire du compte, l'intermédiaire n'a aucun droit et tous les droits sur les titres appartiennent à l'investisseur. La future Convention s'appliquerait également dans les cas où l'émetteur tient un registre spécial afin par exemple d'identifier les investisseurs finaux, notamment en ce qui concerne le paiement des dividendes et l'exercice des droits sociaux. Les droits sont initialement acquis à travers le compte auprès de l'intermédiaire de l'investisseur.

Alinéa g): "intermédiaire pertinent"

"Intermédiaire pertinent" signifie, du point de vue du titulaire du compte, l'intermédiaire qui gère directement son compte de titres. Cette définition a vocation à désigner le propre intermédiaire du titulaire du compte par opposition à tous les autres intermédiaires qui agissent entre le titulaire du compte et l'émetteur ou entre le titulaire du compte et l'autre partie à une opération.

Alinéa h): "aliénation"

Avant la rédaction de l'avant-projet actuel, le terme "aliénation" était, suivant la terminologie utilisée dans certains systèmes juridiques, parfois utilisé comme un concept "parapluie" désignant à la fois les "acquisitions" et les "aliénations" dans un sens plus étroit de "renoncer à un droit". Les crochets rappellent ici qu'une légère tension est créée du fait du changement de perspective presque imperceptible entre, d'un côté, l'article 1(1)(h) qui part exclusivement du point de vue de la personne qui transfère/vend/constitue la garantie – c'est-à-dire la partie "perdant" un droit -, et de l'autre côté, l'article 4 où un type particulier d'"aliénation" - qui est en même temps, et du point de vue de l'autre partie une "acquisition" -, à savoir la constitution d'une sûreté, est décrit objectivement et non pas du point de vue d'une seule des parties à l'opération. Les crochets pourraient être supprimés. Dans le même esprit, on peut envisager, afin d'assurer un parallélisme formel, d'ajouter une définition du terme "acquisition" dans l'article 1(1).

Alinéa i): "revendication"

L'expression est utilisée dans le contexte d'une acquisition de bonne foi de titres qui font l'objet d'une revendication par un tiers en vertu du droit interne. Voir l'article 10.

Alinéa j): "procédure d'insolvabilité"

La définition provient de l'article 5 de la *Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international* de 2001. Cette définition est aussi large que possible et inclut divers types de procédures, ainsi que des mesures provisoires.

Alinéa k): "administrateur"

L'"administrateur" est une personne autorisée à administrer un redressement ou une liquidation, y compris une personne ayant une autorisation provisoire, et inclut le débiteur objet d'une procédure d'insolvabilité sans dessaisissement si la loi sur l'insolvabilité applicable le permet.

La définition provient de l'article 5 de la *Convention des Nations Unies sur la cession de créances dans le commerce international* de 2001 et de la *Convention relative aux garanties internationales portant sur des matériels d'équipement mobiles* de 2001 d'UNIDROIT et de l'OACI (Convention du Cap).

Alinéa l): "titres de même nature"

Dans cette définition, une distinction est faite entre les actions et les autres titres de capital d'une société, et les autres types de titres tels que les titres de créance. Cette distinction reflète le fait que les actions et les autres titres de capital d'une même société peuvent être émis à plusieurs reprises, notamment en cas d'augmentation du capital social. Cependant, ceux-ci sont fongibles et sont échangés indépendamment de toute considération sur le fait qu'ils aient été émis lors d'une émission initiale ou postérieure. Le cas des titres de créance est différent: ici, les titres issus d'émissions différentes ne sont pas fongibles.

Paragraphe 2

Cette disposition pose le principe d'interprétation général, indiquant qu'il faut éviter l'utilisation de concepts juridiques nationaux pour l'interprétation du texte. Elle provient essentiellement de l'article 5 de la Convention du Cap, tout comme les paragraphes (4) et (5). Elle ne comporte toutefois aucune référence au Préambule.

Paragraphe 3

Cette définition reflète le fait que la Convention n'est pas rédigée comme un code global couvrant toutes les règles de fond propres à la matière, mais davantage comme un ensemble de dispositions clefs devant être incorporé par les Etats contractants dans leur droit positif, en apportant le cas échéant les modifications nécessaires à celui-ci. Comme diverses dispositions de l'avant-projet l'établissent clairement, les règles posées par la Convention sont prioritaires.

Paragraphe 4

Les principes généraux du texte visés au paragraphe 4 sont, par exemple, la prise en compte des méthodes modernes employées sur les marchés, la clarté et la prévisibilité, ainsi que la primauté des dispositions relatives à l'inscription en compte.

Paragraphe 5

Lorsque des questions ne sont pas réglées par les dispositions de la Convention, la loi nationale désignée par les règles de conflit de lois de l'Etat du for s'applique. La méthode du renvoi est exclue. La loi ainsi déterminée ne doit pas forcément être celle d'un Etat contractant.

ARTICLE 2 - DROITS RESULTANT DU CREDIT DE TITRES SUR UN COMPTE DE TITRES

Cette disposition décrit les caractéristiques fondamentales des droits conférés au titulaire du compte du fait de l'inscription en crédit de titres sur son compte de titres détenu auprès d'un intermédiaire.

Paragraphe 1

Le paragraphe 1 décrit les composants du droit qui permet au titulaire de compte de recevoir quelque chose ou d'agir d'une certaine façon. L'alinéa a) concerne les bénéfices économique et autres découlant de la détention de titres. Les alinéas b), c) et d) concernent le transfert de titres détenus auprès d'un intermédiaire; ils décrivent notamment le droit de transférer la détention des titres auprès d'un autre intermédiaire et le droit de retirer les titres du système intermédié lorsque cela est possible en vertu du droit des sociétés applicable et des conditions d'émission des titres. L'alinéa e) précise que les alinéas a) à d) ne décrivent pas de manière exhaustive la nature des droits résultant du crédit de titres d'un compte de titres détenu auprès d'un intermédiaire.

Alinéa a)

L'alinéa a) consacre deux principes: premièrement, le système de détention de titres auprès d'un intermédiaire ne devrait pas affecter la répartition des bénéfices économiques qui résultent de l'investissement en titres.

Deuxièmement, tous les participants au système ne sont pas fondés à recevoir ces bénéfices. Les titulaires de comptes situés en bout de chaîne (investisseurs ou agents des investisseurs) ont clairement droit à ces bénéfices. Cependant, tous les intermédiaires qui ne sont pas situés au niveau le plus élevé sont également des titulaires de comptes (vis-à-vis de leur intermédiaire au niveau supérieur) tel que cela est précisé à l'article 1(1)(d). Par conséquent, cet alinéa prévoit que les intermédiaires ne sont fondés à recevoir les fruits de la propriété des titres que dans la mesure où ils ont le statut de titulaire pour leur compte propre, c'est-à-dire s'ils n'agissent pas en vertu de leur qualité d'intermédiaire vis-à-vis de leurs clients à l'égard des titres considérés.

Alinéa d)

Le droit de retirer les titres du système de détention auprès d'intermédiaires signifie que le titulaire de compte revendique la délivrance d'un certificat sur un support papier, ce qui entraîne la sortie des titres du système (et du champ d'application de cet avant-projet de Convention). La possibilité de retirer les titres du système peut être exclue; par exemple, dans les systèmes où les titres sont habituellement dématérialisés ou lorsque les titres sont représentés ou attestés par des certificats globaux ou jumbo.

Alinéa e)

Tel que cela est voulu dans l'avant-projet de Convention, les caractéristiques énumérées à l'article 2 ne sont ni exhaustives, ni détaillées. Afin d'assurer les principes de neutralité et de fonctionnalité de la rédaction, et compte tenu du fait que la nature du droit de l'investisseur doit être intégrée dans chaque droit interne, l'avant-projet laisse au législateur national la tâche consistant à définir les droits restants conférés par un crédit de titres, dans les limites posées à l'article 2 et dans les autres dispositions et principes de l'avant-projet de Convention.

Paragraphe 2

La plupart des législations rendent le droit d'un titulaire du compte en général opposable à tous, c'est-à-dire aux intermédiaires et aux tiers. C'est également l'un des objectifs principaux de cet avant-projet. Conformément au principe de neutralité, c'est au législateur national qu'il incombe de définir les moyens par lesquels l'opposabilité aux tiers sera assurée.

Dans la mesure où cette opposabilité permettrait en principe au titulaire du compte de revendiquer et de défendre son statut juridique à l'égard de n'importe qui, un important éclaircissement doit être apporté concernant un élément propre au système d'intermédiation: afin d'éviter des perturbations du système, dans un contexte normal, un titulaire du compte ne doit exercer son droit que vis-à-vis de son intermédiaire direct, à savoir l'intermédiaire "pertinent".

Cela signifie que bien que les titres puissent aussi être détenus auprès d'un intermédiaire situé à un niveau de la chaîne de détention supérieur à celui de son intermédiaire pertinent, un titulaire du compte ne peut pas exercer son droit au niveau supérieur car le compte détenu auprès de l'intermédiaire à ce niveau supérieur sera en principe un compte général ("omnibus") et l'intermédiaire au niveau supérieur n'a ni connaissance ni trace de droits autres que celui de ses (propres) titulaires de compte immédiats.

L'avant-projet empêche l'exercice de droits à un niveau supérieur de deux façons. Premièrement, l'article (2)(b) prévoit que le droit n'est exerçable qu'à l'encontre de l'intermédiaire pertinent sauf si la Convention, les contrats d'émission, ou la loi en vertu de laquelle les titres ont été créés en dispose autrement. Deuxièmement, l'article 13(1) prévoit que (sous réserve de certaines exceptions) un intermédiaire n'est ni tenu de, ni autorisé à, donner effet aux instructions relatives à des titres crédités au compte de titres d'un titulaire du compte lorsqu'elles sont données par une personne autre que le titulaire du compte.

L'article 13(1) analyse cette question sous un angle purement procédural. L'article 2(2)(b) semble limiter le droit en tant que tel. Quant à la nature du droit découlant de l'inscription de titres au crédit d'un compte de titres, voir le paragraphe (1)(e)); le paragraphe (2)(b) a un plus grand impact que l'article 13(1). Cependant, interdire efficacement l'exercice du droit à un niveau supérieur dans tous les systèmes juridiques pourrait exiger de poser une règle dont le champ d'application a une large portée comme cela est le cas dans le paragraphe (2)(b). Le Comité d'étude propose de renvoyer la question de savoir si le paragraphe (2)(b) est nécessaire à l'appréciation du Comité d'experts gouvernementaux.

Paragraphe 3

Le paragraphe 3 précise que le paragraphe (1)(a) n'a pas vocation à modifier les obligations d'intervention de l'intermédiaire dans la réception des fruits de la propriété des titres. L'étendue des obligations de l'intermédiaire à cet égard est laissée à la loi nationale.

ARTICLE 3 - ACQUISITION ET ALIENATION DE TITRES DETENUS AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE PAR CREDIT OU DEBIT DE COMPTES DE TITRES

Les règles posées par cet article suivent deux critères: le régime de l'acquisition et de l'aliénation devrait être aussi clair et simple que possible, et il doit être fondé sur la pratique commerciale acceptée.

Paragrapes 1 à 4

Les *paragraphes 1 et 2* établissent le principe selon lequel l'inscription en compte des débits et des crédits est suffisante; en effet, les titres détenus auprès d'un intermédiaire sont acquis par un crédit et aliénés par un débit à un compte de titres.

Les titres détenus auprès d'un intermédiaire est une expression définie qui se réfère aux droits précisés à l'article 2. Ainsi, une acquisition ou une aliénation de titres, telle que définie respectivement dans les paragraphes 1 et 2, n'implique pas nécessairement que le titulaire du compte acquiert ou perd son droit aux bénéfices de l'investissement, tel que prévu par l'article 2(1)(a).

Le *paragraphe 3* renforce le principe du caractère suffisant des inscriptions en compte en prévoyant que l'opposabilité d'une inscription en compte d'un crédit ou d'une aliénation ne repose pas sur l'accomplissement d'actes supplémentaires préalables ou postérieurs, par exemple, la conclusion d'un contrat sous-jacent valable, des déclarations spécifiques, le transfert de possession des titres, l'acquisition correspondante des titres par l'intermédiaire pertinent ou par un intermédiaire à un niveau supérieur, ou tout autre acte similaire.

Cependant, l'opposabilité de l'acquisition ou de l'aliénation est soumise à l'autorisation du titulaire du compte (voir l'article 5).

Le *paragraphe 4* empêche ce que l'on appelle le "traçage"; en d'autres termes, l'acquisition ou l'aliénation ne dépend pas de la question de savoir si une aliénation ou une acquisition correspondante peut ou non être identifiée quelque part dans le système. Un "transfert" de titres d'un titulaire de compte à un autre n'est pas une condition nécessaire à l'acquisition ou à l'aliénation de titres. Toutefois, le fait que le "transfert" ait effectivement lieu en vertu des règles applicables du système n'affecte pas l'application des paragraphes 1 ou 2.

Paragraphe 5

Dans la mesure où il existe des crédits et des débits correspondants sur les comptes gérés par l'intermédiaire pour ses titulaires de compte, le compte de titres de l'intermédiaire détenu auprès de l'intermédiaire au niveau supérieur ne doit pas obligatoirement comporter des inscriptions exactement correspondantes, mais de telles inscriptions reflètent simplement le changement net global du solde des comptes de ses clients.

Paragraphe 6

Le paragraphe 6 prévoit qu'en vertu de la Convention, une sûreté peut être constituée par le transfert des titres en pleine propriété, accompagné par un accord contractuel stipulant les

conditions de la sûreté. La Convention n'a pas vocation à apporter des modifications à ce type d'opérations mais le "transfert" est régi par les paragraphes 1 à 5.

Paragraphe 7

Le paragraphe 7 résulte de l'application du principe de neutralité à l'égard du droit national. Par conséquent, l'avant-projet de Convention n'écarte aucune autre méthode prévue par la loi applicable pour l'acquisition ou l'aliénation de titres détenus auprès d'un intermédiaire.

Dans les opérations transfrontières, les parties situées dans des pays différents doivent pouvoir être certaines que l'inscription en compte de l'acquisition et de l'aliénation de titres a les mêmes effets juridiques dans tous les systèmes concernés par l'opération. Les dispositions relatives à l'inscription en compte n'auraient pas la clarté et la certitude juridique recherchées si des opérations concurrentes en vertu des règles nationales étaient en mesure d'y déroger. Par conséquent, l'article 9 donne priorité aux acquisitions et aliénations de titres effectuées par inscription en compte par rapport aux droits créés par d'autres méthodes prévues par les lois nationales.

ARTICLE 4 - CONSTITUTION D'UNE SURETE SUR DES TITRES DETENUS AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE

L'avant-projet de Convention prévoit un éventail complet de moyens de constituer une sûreté sur des titres:

- aliénation ou acquisition à titre de sûreté en vertu de l'article 3(1), (2) (voir l'article 3(6));
- sûreté ne nécessitant pas l'aliénation ou l'acquisition des titres, soit en faveur de l'intermédiaire du constituant de la sûreté (article 4(1)(a)), soit en faveur d'une tierce personne (article 4(1)(b)); ou
- sûreté constituée en vertu de régimes autres que ceux prévus par le présent texte (article 4(5)).

Paragraphes 1 et 2

La constitution valable d'une sûreté qui ne consiste pas en un transfert en pleine propriété de l'actif, exige, en vertu des principes juridiques traditionnels, la prise de possession ou le "contrôle" du preneur de la sûreté sur l'actif et un élément de publicité. L'avant-projet de Convention adapte ces principes aux pratiques modernes de détention de titres.

En ce qui concerne l'élément de "possession" ou de "contrôle" sur l'actif, dans la mesure où la sûreté est constituée par le titulaire du compte en faveur de son intermédiaire (paragraphe 1 (a)), ce dernier a déjà une position comparable à l'égard des titres. Sa position permet à l'intermédiaire du constituant de la sûreté d'empêcher celui-ci (titulaire du compte) d'exercer des droits comme celui d'aliéner ou de retirer les titres du système, ou encore de conférer une sûreté à un tiers en vertu des règles posées à l'article 4. A cet effet, il n'est ni nécessaire, ni même possible d'étendre le pouvoir du preneur de la sûreté (intermédiaire) sur les titres.

La situation est différente lorsque la sûreté est constituée en faveur d'un tiers. Un tiers détient une part de contrôle sur les titres dès lors que l'intermédiaire est tenu de suivre ses instructions. Les instructions possibles auxquelles cet alinéa fait référence comprennent: l'instruction de débiter les titres du compte du titulaire et de les inscrire au crédit du compte du créancier garanti en faveur duquel la sûreté a été constituée, ou d'un tiers en faveur duquel le créancier garanti a aliéné les titres lors de la réalisation de sa sûreté; les instructions relatives au paiement des dividendes et d'autres sommes dont le créancier garanti peut bénéficier en ce qui concerne les titres; et les instructions relatives à l'exercice des droits de vote conformément aux instructions du créancier garanti.

L'avant-projet de Convention donne une position plus importante au preneur de la sûreté comparée à celle qu'offrent certains types traditionnels de sûretés, comme par exemple le traditionnel nantissement qui ne permet pas au créancier gagiste d'aliéner le gage. La question se pose de savoir si la Convention devrait également prévoir une catégorie de sûretés analogue au traditionnel nantissement qui prive le constituant de la possibilité d'aliéner celui-ci sans permettre au créancier gagiste d'en faire autant sans autorisation judiciaire.

L'élément de publicité est mentionné au *paragraphe 2*: le compte de titres et tout relevé de compte doivent indiquer l'existence de la sûreté, au moyen par exemple d'un signe distinctif. La question se pose de savoir si, sur les relevés de compte, une sûreté constituée au profit de l'intermédiaire devrait faire l'objet d'une annotation similaire à celle qui est requise pour les sûretés constituées au profit de tiers. Si la solution adoptée devait consister à dire qu'aucune annotation n'est requise pour les sûretés constituées au profit de l'intermédiaire pertinent, ce paragraphe se référerait au paragraphe (1)(b); dans le cas contraire, il se référerait au paragraphe 1.

Paragraphe 4 et 5

Voir les paragraphes 3 et 7 de l'article 3.

ARTICLE 5 - OPPOSABILITE DE DEBITS, DE CREDITS AUX COMPTES DE TITRES, ETC.

L'article 5 traite de l'opposabilité des débits et des crédits de titres sur un compte de titres et de l'identification de titres conformément à l'article 4. De telles opérations sont opposables ("définitives") lorsque le débit, le crédit ou l'identification de titres détenus auprès d'un intermédiaire est effectué (voir l'article 6). Si un crédit, un débit ou une identification n'est pas opposable, il peut être contre-passé par l'intermédiaire.

Paragraphe 1

L'autorisation visée par ce paragraphe peut consister en des instructions spécifiques ou une autorisation générale. Si ce paragraphe ne fait pas référence à la constitution d'une sûreté au profit de l'intermédiaire pertinent en vertu de l'article 4(1)(a), le même principe s'applique puisque cet alinéa a) exige l'accord du titulaire de compte.

Paragraphe 2

Les débits, les crédits et les identifications assortis d'une condition ne sont pas opposables si celle-ci n'est pas remplie. Par exemple, une condition commune assortie au crédit sur un compte de titres consiste en ce que l'intermédiaire lui-même recevra le crédit correspondant sur le compte qu'il détient auprès de l'intermédiaire au niveau supérieur.

Paragraphe 3

Un débit, un crédit ou une identification opposable au sens des articles 3 à 5 peut cependant être contre-passé en vertu d'une règle clairement posée par la loi applicable en cas de fraude ou de fausse déclaration ou pour tout autre motif. La loi applicable détermine également les effets de l'annulation sur les tiers.

Paragraphe 4 et 5

Le *paragraphe 4* protège une partie qui a acquis des titres ou une sûreté conformément à l'article 4(1)(b), auprès d'un titulaire dont le compte est ensuite débité de ces titres pour l'une des raisons

mentionnées aux paragraphes 1 à 3. La protection est soumise à certaines conditions, décrites aux lettres i) à iii) du paragraphe 4 et au *paragraphe* 5. En ce qui concerne ce dernier, voir l'article 10(3).

ARTICLE 6 - IRREVOCABILITE DES DEBITS, DES CREDITS EN COMPTES DE TITRES, ETC.

Le but de l'article 6 est de consacrer l'idée qu'un crédit, qu'un débit ou qu'une identification réalisé conformément l'article 4(1)(b) ne peut plus être annulé à partir du moment où il a été effectué ("caractère définitif").

ARTICLE 7 - EFFET DEROGATOIRE DE CERTAINES REGLES RELATIVES AUX SYSTEMES DE COMPENSATION OU DE REGLEMENT-LIVRAISON

L'article 7 reflète le fait que les systèmes de compensation et de règlement-livraison sont des entités faisant l'objet d'une réglementation très importante et comportent une structure opérationnelle et juridique avancée visant à minimiser les risques juridiques et systémiques.

Il pourrait être utile d'insérer dans l'article 1 une définition de l'expression "système de compensation ou de règlement-livraison". On pourrait suggérer la formulation suivante: "l'expression "système de compensation ou de règlement-livraison" décrit un accord formel entre plusieurs intermédiaires ayant des règles communes et des méthodes opérationnelles standardisées pour la réalisation des opérations entre eux". En outre, le Comité d'experts gouvernementaux devra décider quelles sont les catégories d'intermédiaires qui pourront faire partie d'un tel système. Enfin, le Comité voudra peut-être décider si, dans quelle mesure et par qui la qualification de "système de compensation ou de règlement-livraison" au sens de l'avant-projet doit être rendue publique.

ARTICLE 8 - INTERDICTION DES SAISIES A L'ECHELON SUPERIEUR

Le présent article prohibe les ordonnances, telles que les ordonnances de "saisie à l'échelon supérieur", qui perturberaient le système de détention intermédiaire de titres en permettant à un créancier ou à une autre personne cherchant à faire exécuter un jugement ou à faire valoir une prétention à l'encontre d'un titulaire du compte en saisissant les titres détenus par le titulaire, d'obtenir une ordonnance à l'encontre d'un intermédiaire du niveau supérieur afin de forcer cet intermédiaire à geler ou à ségréguer (identifier) les titres détenus sur un compte sur lequel le titulaire a des droits indirects. Le risque de survenance d'une telle ordonnance affaiblit l'intégrité du système intermédiaire de détention dans la mesure où l'intermédiaire du niveau supérieur n'aura généralement aucun moyen d'identifier tout droit d'un titulaire du compte détenant des titres auprès d'un intermédiaire d'un niveau inférieur, mais il tiendra simplement un compte général ("omnibus") de titres au nom de l'intermédiaire du niveau inférieur. Le gel d'un tel compte aura par conséquent des répercussions sur les droits de tous les titulaires de comptes de l'intermédiaire du niveau inférieur et perturbera de manière importante le fonctionnement du système.

ARTICLE 9 - RANGS DES DROITS CONCURRENTS

Les méthodes d'acquisition, d'aliénation et de constitution de sûretés que prévoit cet avant-projet de Convention n'empêchent pas l'utilisation d'autres méthodes – traditionnelles – prévues par la loi interne applicable (voir les articles 3(7) et 4(5)). Cependant, la sécurité juridique en matière de détention et des opérations sur titres par inscription en compte requiert l'existence d'un système harmonisé assurant un effet juridique clair et prévisible sur tous les pays concernés. Par

conséquent, l'article 9 donne aux droits acquis conformément aux articles 3 et 4 de l'avant-projet de Convention un rang supérieur à celui des droits acquis conformément aux règles traditionnelles.

Les sûretés constituées en vertu de règles impératives du droit interne sont totalement exclues de ces règles: leur rang est exclusivement régi par le droit interne, c'est-à-dire que de telles sûretés peuvent prévaloir sur une inscription en compte effectuée en vertu des articles 3 et 4.

Les droits résultant des articles 3 et 4 prennent rang selon l'ordre dans lequel ils ont été créés. Le rang des autres droits résultant du droit interne est régi par le droit interne.

Les règles relatives au rang peuvent être modifiées contractuellement par les parties à une opération tant que les intérêts des tiers n'en sont pas affectés.

ARTICLE 10 - ACQUISITION PAR UNE PERSONNE DE BONNE FOI DE TITRES DETENUS AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE

L'article 10 est l'expression générique d'un concept juridique qu'on retrouve dans de nombreux pays et qui est traditionnellement appelé "acquisition de bonne foi".

Dans l'avant-projet de Convention, le concept de "bonne foi" est exprimé (en dehors du titre du Chapitre et de l'article 10) par une formulation neutre et factuelle: l'acquéreur ne doit pas avoir "connaissance" de l'existence d'une revendication par un tiers. Un acquéreur qui n'en a pas connaissance acquiert les titres comme s'il n'existait aucune revendication à leur égard. L'expression "connaissance" est définie au paragraphe 3 et deux hypothèses sont envisagées: la connaissance réelle et la connaissance supposée. A cet égard, la connaissance n'est supposée que dans des circonstances relativement limitées: lorsque l'acquéreur a une connaissance (réelle) de circonstances suffisantes pour établir une probabilité significative de revendication par un tiers et ignore *délibérément* les informations établissant son existence. De plus, le paragraphe 3 définit à quel moment une entité prend connaissance de cette revendication.

La revendication d'un tiers est qualifiée de "revendication" afin de couvrir un champ aussi large que possible (voir l'article 1(i)).

Dans le cas d'une acquisition de titres par voie de donation ou de toute autre manière à titre gratuit, l'acquéreur n'a pas besoin de protection (voir le paragraphe 2). Il convient de discuter de l'opportunité de faire une référence dans ce paragraphe à l'acquisition d'une sûreté qui ne peut, par définition, se faire à titre totalement gratuit.

L'article 10 ne peut empêcher les difficultés qui surviennent habituellement dans le contexte de l'acquisition de bonne foi ou autres concepts similaires concernant, premièrement, la preuve de la connaissance ou des faits suffisants à l'établir et, deuxièmement, l'interprétation des termes "suffisants", "probabilité significative" et "raisonnablement". Ces termes doivent être interprétés à la lumière de la pratique commerciale habituelle des opérations sur titres, en tenant compte des principes fondamentaux de l'avant-projet de Convention.

ARTICLE 11 - DROITS DES TITULAIRES DE COMPTE EN CAS D'INSOLVABILITE DE L'INTERMEDIAIRE

La protection des titres des titulaires de compte en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire pertinent constitue le cœur de tout cadre juridique solide concernant les titres détenus auprès d'un intermédiaire. L'article 11 pose un principe de reconnaissance, prévoyant que les droits d'un titulaire du compte ne sont pas affectés par l'introduction de procédures d'insolvabilité à l'encontre de l'intermédiaire et sont par conséquent opposables à l'administrateur et aux créanciers. Cet article devrait être analysé à la lumière de l'article 15 qui, comme cela est expliqué ci-dessous, prévoit que les titres détenus auprès d'un intermédiaire ou crédités sur des comptes détenus par l'intermédiaire auprès d'un intermédiaire du niveau supérieur sont affectés aux droits des titulaires

de compte, dans la mesure requise afin d'assurer la protection des droits des titulaires de compte de l'intermédiaire. D'autre part, ils ne font pas partie des actifs de l'intermédiaire et ne sont ni rendus disponibles pour distribution en faveur des créanciers, ni susceptibles de faire l'objet de leurs revendications. Comme cela est expliqué ci-après à propos de l'article 15, l'analyse juridique qui permet d'atteindre ce résultat relève de la loi applicable.

La reconnaissance prévue par l'article 11 concerne les titres acquis par inscription au crédit d'un compte et les sûretés constituées conformément à l'article 4. Les titres ou les sûretés acquis par d'autres méthodes (voir les articles 3(7) et 4(5)) sont protégés de l'insolvabilité de l'intermédiaire conformément aux règles de droit interne.

ARTICLE 12 - OPPOSABILITE DES DEBITS, DES CREDITS ETC. ET DES INSTRUCTIONS LORS DE L'INSOLVABILITE DE L'OPERATEUR OU D'UN PARTICIPANT A UN SYSTEME DE COMPENSATION OU DE REGLEMENT-LIVRAISON

L'article 12 règle ce que l'on appelle le "caractère définitif" des opérations réalisées au sein d'un système de compensation ou de règlement-livraison.

Les règles de ces systèmes, afin de préserver stabilité de ces derniers, prévoient la plupart du temps que les opérations (acquisitions, aliénations, constitution d'une sûreté), une fois qu'elles sont effectuées selon les règles du système, ne peuvent être invalidées et que les instructions données afin d'effectuer ces opérations ne peuvent être annulées une fois entrées dans le système et doivent être exécutées.

Le paragraphe 1 prévoit que ces règles auront des effets malgré l'introduction d'une procédure d'insolvabilité à l'égard du système ou d'un participant au système.

Le paragraphe 2 prévoit que le paragraphe 1 s'applique même si les règles impératives du droit d'insolvabilité interne prévoient une solution différente concernant le caractère définitif des inscriptions en compte et des instructions. Ainsi, cet article l'emporte sur les règles du droit de l'insolvabilité qui annuleraient normalement les aliénations de l'actif réalisées au début ou lors de la procédure d'insolvabilité et qui considèrent les instructions non encore exécutées comme révoquées par le début de cette procédure.

L'alinéa b) du paragraphe 1 est la seule disposition de l'avant-projet de Convention qui s'occupe de la question des paiements en espèces en plus de l'aliénation des titres *. La raison de cette exception réside dans le fait que de nombreux systèmes de règlement des titres reposent sur un procédé de "paiement en espèce - contre - livraison" et par conséquent, l'objectif de protection de l'intégrité de tels systèmes dans le contexte de l'insolvabilité ne peut être effectivement assuré qu'en protégeant l'opposabilité des instructions intéressant à la fois des espèces et des titres.

ARTICLE 13 - OBLIGATIONS DE L'INTERMEDIAIRE

L'objectif de cet article est de protéger l'intégrité de la relation entre le titulaire du compte et son intermédiaire pertinent (voir le paragraphe 1). En principe, le titulaire du compte peut être certain de cette intégrité car l'intermédiaire pertinent n'est pas fondé à exécuter les instructions portant sur le compte si elles lui sont données par un tiers. L'intermédiaire, de son côté, est assuré de ne pas être tenu de suivre les instructions d'un tiers, ce qui constituerait une violation de ses obligations à l'égard du titulaire du compte.

Ainsi, toute personne qui n'est pas titulaire du compte au sens de l'article 1(1)(d), c'est-à-dire toute personne au nom de laquelle l'intermédiaire gère le compte, ne peut pas donner d'instructions à l'intermédiaire. Cela concerne en particulier les titulaires de compte cherchant à

* Note de traduction: le bout de phrase en question ne figure pas actuellement dans la version française du texte de l'avant-projet.

donner des instructions à un intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent mais qui fait néanmoins partie, à un niveau supérieur, de la chaîne de détention, par exemple un dépositaire central national de titres. Le paragraphe 1 entre par conséquent dans l'ensemble de dispositions qui interdisent d'exercer un droit à un niveau supérieur (voir l'article 2(2)(b)).

Cette règle peut être modifiée par contrat (voir le paragraphe 2(a)). De plus, la disposition n'affecte pas l'obligation incombant à l'intermédiaire de respecter les instructions données par le preneur de garantie en vertu de l'article 4(1)(b) (voir le paragraphe 2). En outre, l'intermédiaire doit donner effet aux saisies judiciaires et autres actions similaires (voir le paragraphe 3). Enfin, toute disposition impérative de la loi applicable peut déroger à la règle générale posée par le paragraphe 1.

ARTICLE 14 - OBLIGATION DE L'INTERMEDIAIRE RELATIVE A LA DETENTION OU AU CREDIT EN COMPTE DE TITRES

Afin de protéger les droits des titulaires de compte, un intermédiaire doit à tout moment détenir un nombre suffisant de titres d'une nature donnée par rapport au nombre de titres de cette nature inscrits dans les comptes de ses clients.

Paragraphe 1 à 3 et 6

Le paragraphe 1 interdit toute inscription au crédit de comptes de clients ou toute aliénation de titres détenus par l'intermédiaire qui, dès lors qu'elle devient effective, produirait un déséquilibre par rapport à l'exigence de détention d'un nombre suffisant de titres. La référence à un crédit ou une aliénation devenant *effectif* établit clairement qu'un crédit soumis à une condition peut être réalisé en vertu de l'article 5(2) pourvu que, dès l'instant où la condition est remplie et que le crédit devient ainsi effectif à l'égard des tiers, les conditions décrites au paragraphe 1 sont remplies.

L'obligation imposée à l'intermédiaire en vertu du paragraphe 1 n'empêchera pas dans tous les cas un déséquilibre au sens entendu ci-dessus, pouvant par exemple survenir en raison d'erreurs opérationnelles (ou même de fraude) entraînant des crédits ou des débits. Le *paragraphe 2* exige par conséquent de l'intermédiaire qu'il remédie immédiatement au déséquilibre. A cette fin, il peut soit augmenter la quantité de titres qu'il détient (en acquérant par exemple des titres sur le marché), soit réduire la quantité de titres détenus par ses clients (par exemple par le biais d'un accord de prêt de titres).

Le paragraphe 3 définit l'expression "un nombre suffisant de titres" qui est employée afin de décrire le déséquilibre des comptes de l'intermédiaire.

Le paragraphe 6 prévoit qu'un crédit ou qu'une aliénation effectuée en violation des dispositions du paragraphe 1 n'est pas sans effet, mais déclenche l'obligation prévue au paragraphe 2 et n'affecte pas l'obligation de l'intermédiaire d'indemniser le titulaire du compte de toute perte résultant de cette violation.

Paragraphe 4

Les systèmes de compensation ou de règlement-livraison procèdent régulièrement à l'exécution d'ordres par cycles correspondants à des moments prédéfinis au cours de la journée ouvrable. Les déséquilibres au sens du paragraphe 1 sont inévitables dans la plupart des systèmes. Ils sont généralement réglés dans un laps de temps très court, souvent au cours même de la journée. Dans la mesure où les systèmes de compensation ou de règlement-livraison sont étroitement surveillés par des autorités régulatrices, une exception au paragraphe 1 semblerait acceptable.

Paragraphe 5

L'objectif du paragraphe 5 est de protéger l'intermédiaire dans l'éventualité où il serait tenu par la convention de compte qui le lie au titulaire du compte, ou à défaut d'alternatives, de détenir des titres d'une nature donnée auprès d'un intermédiaire au niveau supérieur donné. Dans cette hypothèse, dans la mesure où le choix de l'intermédiaire est limité, il ne devrait pas nécessairement supporter le risque de l'insolvabilité de cet intermédiaire au niveau supérieur. Ainsi, le paragraphe 5 ouvre une possibilité de faire supporter ce risque par les titulaires de compte.

ARTICLE 15 - AFFECTATION DE TITRES AUX DROITS DES TITULAIRES DE COMPTES: LES TITRES AINSI AFFECTES NE SONT PAS LA PROPRIETE DE L'INTERMEDIAIRE

Cet article pose le principe selon lequel les titres détenus auprès d'un intermédiaire sont affectés aux droits des titulaires de comptes de l'intermédiaire, et ce par rapport à la quantité de titres de même nature crédités à leurs comptes, mais prend acte du fait que divers systèmes juridiques utilisent des techniques différentes pour assurer la protection des titres des titulaires de comptes de l'insolvabilité de l'intermédiaire. Par conséquent, la loi applicable détermine la technique selon laquelle les titres sont affectés et la procédure assurant la mise en oeuvre des droits des titulaires de comptes.

En particulier, le paragraphe 2 prévoit que l'affectation requise peut être assurée en créant un ensemble ségrégué de titres des titulaires de comptes. Dans un système juridique qui considère les titres détenus auprès d'un intermédiaire comme étant la propriété des titulaires de compte correspondants, la structure juridique garantira par elle-même que de tels titres ne soient pas à la disposition de la masse des créanciers de l'intermédiaire lors de la liquidation.

Si la protection est assurée par voie de ségrégation des titres, mais qu'un nombre insuffisant de titres est ségrégué, cet article prévoit une protection subsidiaire (qui résulte de l'expression "if and to the extent that" * du paragraphe 3(b)).

ARTICLE 16 - EFFET DE L'INSUFFISANCE DE TITRES DETENUS PAR RAPPORT AUX DROITS D'UN TITULAIRE DU COMPTE

L'article 16 s'applique dans le cas où le déséquilibre évoqué à l'article 5 persiste en dépit de l'obligation de l'intermédiaire d'y remédier immédiatement (article 14(2)). L'illustration typique d'une telle situation est l'insolvabilité de l'intermédiaire.

Dans ce cas, lorsque l'intermédiaire est l'opérateur d'un système de compensation ou de règlement-livraison et que les règles du système prévoient les modalités de répartition de la quantité manquante, ces règles doivent être respectées (voir le paragraphe 1(a)).

Dans tous les autres cas, la quantité manquante est répartie entre les titulaires de comptes dont les comptes de titres sont crédités au *pro rata* (voir le paragraphe 1(b)).

Le paragraphe 2 précise que, outre la répartition de la quantité manquante proportionnellement au nombre ou à la valeur nominale des titres ainsi crédités aux comptes des titulaires de comptes, aucun autre critère (tel que l'origine des titres, l'ordre chronologique de leur acquisition) ne peut être pris en compte pour répartir la perte.

* Note de traduction: cette expression fait actuellement défaut dans le texte français de l'avant-projet.

ARTICLE 17 - POSITION DES EMETTEURS DE TITRES

Dans certains pays, la détention de titres auprès d'intermédiaires est empêchée ou entravée par la loi ou par les conditions d'émission des titres. Très souvent, l'unique raison en est que ces règles ont été élaborées sur la base des méthodes traditionnelles de détention de titres et ne sont pas compatibles avec les schémas modernes de détention. Le *paragraphe 1* requiert des Etats contractants qu'ils modifient de telles règles afin de permettre la détention des titres auprès d'un intermédiaire et l'exercice effectif des droits du titulaire du compte.

Le *paragraphe 2* décrit quelques exemples d'obstacles dans ce contexte. En ce qui concerne l'alinéa e), il n'a pas pour objectif de prohiber les restrictions relatives à la nationalité ou autre en bloc, mais de les autoriser dans la mesure où elles s'appliquent à l'investisseur final et non à tout intermédiaire.

ARTICLE 18 – COMPENSATION

Les investisseurs qui détiennent des titres auprès d'un intermédiaires admettent généralement que leur situation économique est en majeure partie la même que s'ils détenaient les titres directement, comme par exemple dans le cas d'un détenteur de titres nominatifs ou titres au porteur. Dans le cas de titres de créance, cela peut revêtir une importance particulière en cas d'insolvabilité de l'émetteur. Si les principes généraux de la loi de l'insolvabilité applicable permettent (ou exigent) la compensation des montants dû à ou par l'entité insolvable, les investisseurs concernés sont susceptibles d'estimer qu'ils ne sont pas tenus de payer leurs dettes dans leur totalité et ne recevoir qu'un dividende résultant de la liquidation pour les obligations qu'ils détiennent. Cependant, si la détention d'obligations auprès d'un intermédiaire a techniquement pour effet de priver les investisseurs de la compensation, par exemple parce que leurs droits sur les obligations, n'étant pas directs, ne sont pas considérés comme "réciproques" conformément aux règles sur la compensation applicables, cette hypothèse s'avérera fautive. L'article 18 protège les attentes des investisseurs en prévoyant que le caractère indirect de la détention ne doit pas, dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité de l'émetteur, empêcher en lui-même l'existence ou entraver l'exercice de tout droit de compensation qui aurait existé et aurait pu être exercé si l'investisseur avait détenu les titres de façon directe.

ARTICLE 19 - INTERPRETATION DES TERMES EMPLOYES DANS LE CHAPITRE VII

L'article 19 donne des définitions relatives uniquement au Chapitre VII (articles 19 à 23). L'interprétation des termes utilisés dans ce Chapitre n'est pas intégrée à l'article 1(1) puisque les Etats contractants ont la possibilité d'en écarter l'application (voir l'article 23). Pour cette raison, une disposition distincte est nécessaire quant aux définitions.

ARTICLE 20 - DISPOSITIONS SPECIFIQUES RELATIVES A LA REALISATION

L'article 20 établit un dispositif de règles destinées à faciliter la mise en œuvre des garanties portant sur des titres.

Le paragraphe 1 précise le champ d'application de cet article et définit les expressions "contrat de garantie considéré", "constituant de la garantie", "preneur de la garantie", "titres donnés en garantie" et "obligations garanties".

Concernant les personnes susceptibles de constituer une garantie en vertu de ces règles, les Etats négociateurs sont invités à se prononcer sur l'opportunité d'exclure ou non les personnes physiques de cette définition. D'une part, des considérations relatives à la protection des consommateurs iraient dans le sens de leur exclusion du régime simplifié de mise en œuvre des garanties portant

sur des titres. D'autre part, il faut tenir compte du fait que les limites de la notion de consommateur sont assez floues et que les personnes physiques sont parfois impliquées dans des opérations portant sur des sommes considérables sur le marché et il serait problématique de les empêcher d'accéder à des conditions de crédit plus avantageuses dont elles bénéficieraient si le régime simplifié de mise en œuvre des garanties s'appliquait à elles. En outre, il conviendrait d'analyser si les règles ainsi posées aboutissent en fait à une protection inférieure du constituant de la garantie.

Concernant la notion de titres donnés en garantie, il convient de préciser que seuls les titres régulièrement échangés peuvent être donnés en garantie conformément au Chapitre VII au motif que les pratiques du marché évoquées par les articles 20 à 22 sont essentiellement fondées sur l'idée que les titres peuvent être vendus ou que le montant de la garantie peut être immédiatement et clairement déterminé en ce qui concerne l'appropriation ou la compensation. Cette règle constitue un élément important de la protection du constituant de la garantie, dans la mesure où elle permet aux parties de déterminer très facilement si la garantie constituée couvre effectivement, ou peut-être même excède, la valeur de l'obligation garantie, et rend sa mise en œuvre aussi transparente et prévisible que possible.

Le paragraphe 2 établit une notion d'obligation garantie aussi large que possible.

Le paragraphe 3 définit les deux méthodes facilitant la réalisation de l'obligation garantie: a) vente de l'obligation garantie; ou b) appropriation des titres donnés en garantie, si cela est prévu dans le contrat de garantie. La seconde possibilité est soumise à l'existence d'une disposition dans le contrat de garantie permettant l'appropriation. La raison de cette exigence supplémentaire réside dans la diminution du niveau de protection du constituant de la garantie dans la seconde possibilité.

Suivant le *paragraphe 4*, les règles mentionnées ci-dessus sont soumises au contrat de garantie. Cependant, celui-ci ne peut exiger une notification préalable, une autorisation judiciaire ou un acte analogue, une enchère publique ou un événement similaire, dans la mesure où ces éléments seraient contraires à l'objectif du présent article. L'article 20 s'applique également après l'introduction de la procédure d'insolvabilité (voir le paragraphe 4(b)).

Le *paragraphe 5* prévoit que la réalisation au titre du paragraphe 3 doit être effectuée d'une manière commercialement raisonnable.

ARTICLE 21 - DISPOSITIONS SPECIFIQUES RELATIVES AU DROIT D'UTILISER LES TITRES DONNES EN GARANTIE

Dans certains pays, les preneurs de garantie sont autorisés à utiliser les titres donnés en garantie pour leur compte propre, notamment pour le "re-nantissement" ou la "ré-hypothèque", dans le respect total des droits du constituant de la garantie. D'autres pays permettent l'utilisation de titres donnés en garantie "comme si le preneur de la garantie en était le propriétaire", par exemple en les vendant. Conformément à ce dernier modèle, le preneur de la garantie est tenu de procurer le même nombre de titres identiques lorsque l'obligation garantie est totalement exécutée.

La possibilité de donner des titres en garantie augmente la liquidité sur le marché de capitaux. En outre, le preneur de la garantie tire un bénéfice de l'utilisation des titres donnés en garantie. Cela profite également au constituant de la garantie dans la mesure où ce bénéfice permet de contracter des conventions de crédit plus favorables.

La règle proposée au *paragraphe 1* règle le second modèle évoqué plus haut, c'est-à-dire que le preneur de la garantie a le droit d'utiliser les titres comme s'il en était le propriétaire.

Le *paragraphe 2* définit les obligations que le preneur de la garantie s'engage à remplir en utilisant la garantie, notamment celle de fournir le même nombre ou montant de garanties de même nature (voir l'article 1(1)(l)) au plus tard au moment de l'exécution de l'obligation garantie. Dans l'hypothèse où les titres donnés en garantie sont re-transférés avant que l'obligation garantie ne

soit réalisée par le constituant de la garantie, ces titres sont considérés comme les titres sur lesquels la garantie avait été originellement constituée (voir le paragraphe 3).

Le paragraphe 4 envisage l'hypothèse dans laquelle, si un droit d'utilisation est exercé, le preneur de garantie sera traité en vertu des règles de droit commun de la loi applicable comme ayant renoncé à ses droits sur les titres en renonçant à son droit de possession sur l'actif initialement pris en garantie. Il est clairement établi que cela n'est pas le cas lorsque qu'un droit d'utilisation est autorisé.

Le paragraphe 5 reconnaît que lorsqu'un preneur de garantie a exercé un droit d'utilisation et qu'il est par conséquent tenu de fournir des titres équivalents conformément au paragraphe 2, le mécanisme de mise en œuvre approprié lors de la survenance d'un cas de réalisation avant l'exécution des obligations est la résiliation, compensant l'obligation du preneur de garantie de restituer des titres équivalents avec les obligations du constituant de la garantie; les traditionnels recours du créancier gagiste, comme la vente des titres, ne seront pas applicables puisque dans ce cas, le preneur de la garantie ne détiendra plus les titres.

ARTICLE 22 - PROTECTION ASSURÉE PAR CERTAINES DISPOSITIONS RELATIVES AU "TOP-UP" OU A LA SUBSTITUTION DE GARANTIE

Dans la pratique commerciale, deux mécanismes supplémentaires rendent les accords de garanties plus flexibles sur le plan économique pour les deux parties: l'ajustement du montant de la garantie, notamment afin de tenir compte des changements dans la valeur de la garantie (remise de sûretés supplémentaires ou "garantie *top-up*") et l'échange, par le constituant de la garantie, de titres donnés en garantie contre des titres ayant presque la même valeur ("substitution de garantie").

La remise de sûretés supplémentaires (garantie *top-up*) joue un rôle important dans la limitation des risques pour l'autre partie, car elle permet aux participants de limiter leurs risques de crédit entre eux. Pour ce faire, on procède en général à des calculs permettant de comparer la valeur actuelle de la garantie à celle de l'actif garanti. S'il s'avère que la valeur de la garantie est inférieure à celle de l'actif, le preneur de la garantie demandera une garantie complémentaire (*top-up*) et, à l'inverse, si les calculs révèlent l'existence d'un excédent, le preneur de la garantie devra le restituer. Une garantie complémentaire peut également être requise en cas de détérioration de la qualité du crédit du constituant de la garantie.

La substitution de garantie intervient quand un portefeuille de titres est donné en garantie. Dans ce cas, il sera souvent extrêmement important que le constituant de la garantie puisse retirer des titres en particulier en les remplaçant par d'autres titres de valeur équivalente. Cela permet au constituant de la garantie de continuer à négocier les titres donnés en garantie. Par conséquent, de nombreux contrats de garantie prévoient un tel droit de substitution.

Dans certains systèmes, le *top-up* et la substitution de garantie encourent le risque d'être invalidés lorsqu'ils sont réalisés après le début d'une procédure d'insolvabilité, en cas d'insolvabilité à l'encontre du constituant de la garantie. Le risque peut même exister avant le début de la procédure, notamment durant la "période suspecte" ou par l'application d'une "règle de zéro heure" (cette dernière donnant un effet rétroactif à l'introduction de la procédure d'insolvabilité, comme si celle-ci avait commencé à minuit). La raison de cette règle est que le *top-up* et la substitution de garantie ne sont pas considérés comme des prolongations de la garantie originellement donnée mais davantage comme une nouvelle garantie. L'article 22 de l'avant-projet de Convention exigerait des Etats contractants qu'ils garantissent la validité de tels accords.

Le choix entre les deux formulations au paragraphe a) dépend d'une décision politique, à savoir s'il faudrait ou non protéger les obligations de fournir une garantie supplémentaire uniquement lorsque l'obligation est déclenchée par des mouvements du marché, ou bien de façon générale.

Le résultat de l'expression "pour l'unique raison" dans le dernier paragraphe est de dire clairement que cet article ne protège le *top-up* et la substitution de garantie que contre l'annulation automatique durant la période suspecte ou en raison de l'application de la règle de zéro heure antidatant l'effet d'une procédure d'insolvabilité. Les règles annulant les opérations sur d'autres bases comme par exemple en raison de la préférence frauduleuse ne sont pas affectées.

ARTICLE 23 - DECLARATIONS A PROPOS DU CHAPITRE VII

Les règles ci-dessus facilitant la réalisation, la résiliation, le droit d'utilisation, le *top-up* et la substitution de garantie reflètent d'importantes pratiques du marché qui nécessitent un cadre juridique harmonisé et solide, notamment pour augmenter la sécurité juridique des opérations transfrontières. Cependant, les règles proposées ne sont pas étroitement liées au régime de détention et d'aliénation par inscription en compte mis en place dans les Chapitres I à VI. Dans la mesure où le fonctionnement du système proposé aux Chapitres I à VI ne requiert pas nécessairement une réforme des questions évoquées au Chapitre VII, et où ce dernier comporte d'importantes questions d'ordre public, notamment en ce qui concerne la protection des consommateurs et la procédure d'insolvabilité, les Etats contractants devraient pouvoir écarter l'application du Chapitre VII par le biais d'une déclaration afin de faciliter les négociations portant sur les Chapitres I à VI.

AVANT-PROJET DE CONVENTION SUR L'HARMONISATION DES REGLES DE
DROIT MATERIEL APPLICABLES AUX TITRES DETENUS AUPRES D'UN
INTERMEDIAIRE

CHAPITRE I – INTERPRETATION

Article 1

[Définitions et interprétation]

1. - Dans la présente Convention:

- a) "**titres**" désigne toutes actions, obligations ou autres instruments financiers [cessibles][négociables] ¹ ou actifs financiers (autres que des espèces), ou tout droit sur ces titres;
- b) "**compte de titres**" désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités;
- c) "**intermédiaire**" désigne toute personne qui, dans le cadre de son activité professionnelle ou à titre habituel, tient des comptes de titres pour autrui ou tant pour autrui que pour son compte propre, et agit en cette qualité;
- d) "**titulaire du compte**" ou "**titulaire**" désigne la personne, y compris un autre intermédiaire, au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres;
- e) "**convention de compte**" désigne, pour un compte de titres, la convention avec l'intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres;
- f) "**titres détenus auprès d'un intermédiaire**" désigne les droits d'un titulaire du compte résultant du crédit de titres à un compte de titres;
- g) "**intermédiaire pertinent**" désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire du compte;
- h) ["**aliénation**" désigne tout acte de disposition par un titulaire du compte portant sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, notamment un transfert en pleine propriété ou à titre de garantie, ou la constitution d'une autre sûreté;]
- i) "**revendication**" désigne, à propos de tout titre, le fait qu'une personne invoque un droit sur des titres qui serait opposable aux tiers et que la détention ou l'aliénation de ces titres par une autre personne constituerait une violation du droit invoqué;
- j) "**procédure d'insolvabilité**" désigne une procédure collective judiciaire ou administrative, y compris une procédure provisoire, dans laquelle les actifs et les activités du débiteur sont soumis au contrôle ou à la surveillance d'un tribunal ou d'une autre autorité compétente aux fins de réorganisation ou de liquidation;
- k) "**administrateur**" désigne une personne (et, le cas échéant, le débiteur objet d'une procédure d'insolvabilité sans dessaisissement) chargée d'administrer une procédure d'insolvabilité, y compris une procédure provisoire;
- l) des titres sont "**de même nature**" que d'autres titres s'ils sont émis par le même émetteur et:

¹ Alternative proposée pour la traduction du terme anglais "transferable".

i) s'ils font partie de la même catégorie d'actions ou autres titres de capital;
ou

ii) dans le cas de titres autres que des actions ou autres titres de capital, si ces titres font partie de la même émission que ces autres titres, dans la même monnaie et avec la même valeur nominale.

2. – Lors de la mise en oeuvre, de l'interprétation et de l'application de la présente Convention, il conviendra de tenir compte de ses objectifs, de son caractère international et de la nécessité de promouvoir son application uniforme et prévisible.

3. - Aux fins de mise en oeuvre, d'interprétation et d'application de la présente Convention dans un Etat contractant, "**la loi applicable**" désigne les dispositions de la loi de cet Etat contractant, autres que celles contenues dans la présente Convention, régissant les matières couvertes par la présente Convention.

4. - Les questions relatives aux matières couvertes par la présente Convention non expressément réglées par celle-ci doivent être tranchées conformément aux principes généraux constituant le fondement de la présente Convention ou, en l'absence de tels principes, conformément au droit applicable.

5. - Aux fins d'application et d'interprétation de la présente Convention par les tribunaux d'un Etat contractant, les références à la loi applicable renvoient aux règles internes de la loi applicable en vertu des règles de droit international privé de l'Etat du for.

CHAPITRE II – DROITS RESULTANT DU CREDIT DE TITRES SUR UN COMPTE DE TITRES

Article 2

[Droits résultant du crédit de titres sur un compte de titres]

1. - Le crédit de titres sur un compte de titres tenu par un intermédiaire confère au titulaire du compte les droits suivants:

a) lorsque le titulaire du compte agit pour son compte propre, le droit de recevoir et de disposer des fruits et produits de la propriété des titres, y compris les dividendes et toute autre forme de distribution, et d'exercer le droit de vote;

b) le droit d'aliéner les titres en vertu des articles 3 et 4;

c) le droit, par instruction à l'intermédiaire pertinent, de transférer les titres au compte du même titulaire auprès d'un autre intermédiaire;

d) le droit, par instruction à l'intermédiaire pertinent, de retirer les titres de telle sorte que le titulaire les détienne autrement qu'auprès d'un intermédiaire, dans la mesure où la loi applicable le permet;

e) sous réserve des dispositions de la présente Convention, tous autres droits conférés par la loi applicable.

2. - Sans préjudice des articles 13 et 17, les droits désignés au paragraphe précédent[:

a)] sont opposables à l'intermédiaire pertinent et aux tiers [: mais

b) sauf si la Convention, les contrats d'émission de tout titre ou la loi en vertu de laquelle tout titre est créé en dispose autrement, ils peuvent prendre effet seulement à l'égard de l'intermédiaire pertinent].

3. - Lorsque pour les besoins de l'alinéa a) du paragraphe 1 l'intervention de l'intermédiaire pertinent est requise:

a) le titulaire ne pourra pas obtenir ou exercer davantage que ce qu'il est dans le pouvoir de l'intermédiaire d'obtenir ou d'exercer;

b) les modalités d'exécution des obligations de l'intermédiaire pertinent dans le cadre de son intervention et l'étendue de sa responsabilité en cas d'inexécution de ses obligations sont régies par la convention de compte [et la loi applicable].

Article 3

[Acquisition et aliénation de titres détenus auprès d'un intermédiaire par crédit ou débit de comptes de titres]

1. - Le titulaire d'un compte de titres acquiert des titres détenus auprès d'un intermédiaire par leur crédit à son compte.

2. - Le titulaire d'un compte de titres dispose des titres détenus auprès d'un intermédiaire par le débit de ces titres à son compte.

3. - Aucun fait ni mesure supplémentaire n'est nécessaire ou ne peut être exigé par la loi applicable pour rendre cette acquisition ou cette aliénation opposable aux tiers.

4. - Le crédit ou le débit d'un compte de titres n'est pas privé d'effet faute d'identification d'un compte de titres auquel le débit ou le crédit correspondant est effectué.

5. - Les débits et les crédits de titres de même nature peuvent être effectués aux comptes de titres sur une base compensée.

6. - Les titres détenus auprès d'un intermédiaire peuvent être aliénés ou acquis à titre de garantie conformément à cet article. La loi applicable détermine les cas dans lesquels cette acquisition ou cette aliénation est effectuée à titre de garantie.

7. - Le précédent article n'écarte aucune autre méthode prévue par la loi applicable pour l'acquisition ou l'aliénation de titres détenus auprès d'un intermédiaire, pour autant que le rang du droit créé par une telle méthode soit soumis aux dispositions de l'article 9.

Article 4

[Constitution d'une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire]

1. - Une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire, ou sur un compte de titres, peut être constituée:

a) en faveur de l'intermédiaire pertinent, par convention conclue entre le titulaire du compte et l'intermédiaire pertinent;

b) en faveur d'une personne autre que l'intermédiaire pertinent, par l'identification des titres ou du compte de titres de sorte que l'intermédiaire pertinent est tenu de respecter les instructions de cette personne relatives à ces titres ou ce compte de titres.

2. - Une sûreté constituée conformément à l'alinéa [b)] du paragraphe 1 est opposable aux tiers seulement si l'intermédiaire pertinent prend les dispositions nécessaires pour révéler l'existence de la sûreté sur le compte de titre et ses relevés.

3. - Une sûreté constituée sur un compte de titres conformément au présent article grève tous les titres qui pourraient être crédités à ce compte, sans qu'il soit nécessaire de les désigner individuellement.

4. - Aucun fait ni mesure supplémentaire n'est nécessaire pour rendre opposable aux tiers la sûreté constituée conformément au présent article.

5. - Le présent article n'écarte aucune autre méthode prévue par la loi applicable pour constituer une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire ou sur un compte de titres pour autant que le rang du droit créé par une telle méthode soit soumis aux dispositions de l'article 9.

Article 5

[Opposabilité de débits, de crédits aux comptes de titres, etc.]

1. - Un débit ou un crédit à un compte de titres, ou une identification effectuée au sens de l'article 4, n'est pas [valable][opposable aux tiers] si celui-ci est exécuté sans l'autorisation du titulaire du compte.

2. - Lorsqu'un débit, un crédit ou une identification effectuée au sens de l'article 4 est assorti d'une condition visée par la convention de compte ou les règles d'un système de compensation ou de règlement-livraison, il n'est opposable aux tiers que lorsque la condition est remplie; lorsque la condition est remplie, pour les besoins de l'article 9, le droit est réputé avoir été créé dès le moment où le crédit ou l'identification pertinent a été effectué.

3. - La loi applicable peut disposer qu'un débit ou un crédit est susceptible d'être contre-passé pour fraude, pour fausse déclaration ou pour tout autre motif. Elle détermine si le débit ou le crédit ainsi susceptible d'être contre-passé affecte les droits des tiers et, le cas échéant, de quelle manière.

4. - Nonobstant les paragraphes précédents, si:

a) les titres ont été crédités au compte d'un titulaire, ou ont été identifiés en faveur d'une autre personne conformément à l'article 4, dans des circonstances telles que le crédit ou la désignation n'est pas valable ou est susceptible d'être contre-passé; et

b) avant la contre-passation [ou l'annulation] du crédit ou de l'identification de ces titres, ceux-ci ont été crédités au compte de titres d'un tiers ("**l'acquéreur**") ou ont été identifiés en sa faveur conformément à l'article 4,

le fait que le premier crédit ou la première désignation ait été effectué dans des circonstances telles qu'il n'est pas [opposable aux tiers][valable] ou qu'il est susceptible d'être contre-passé ne rend pas le deuxième crédit ou la deuxième identification [inopposable][invalid] en faveur de l'acquéreur, à l'égard de l'auteur de la deuxième aliénation, de l'intermédiaire pertinent ou des tiers sauf si:

i) le deuxième crédit ou la deuxième identification est soumis à une condition et que celle-ci n'a pas été remplie;

ii) l'acquéreur a connaissance, au moment du deuxième crédit ou de la deuxième identification, qu'il est réalisé suite à la deuxième aliénation et que celle-ci est réalisée dans les conditions décrites dans le présent paragraphe; ou

iii) cette deuxième aliénation est réalisée à titre de donation ou de toute autre manière à titre gratuit.

5. - Aux fins du paragraphe précédent, l'acquéreur a connaissance du fait que le crédit ou l'identification postérieur procède d'une aliénation réalisée dans les conditions décrites dans ce paragraphe si l'acquéreur en a une connaissance réelle ou s'il a connaissance de faits suffisants pour établir une probabilité significative de réalisation et qu'il ignore délibérément les informations qui l'établiraient.

Article 6

[Irrévocabilité des débits, des crédits en comptes de titres, etc.]

Sauf disposition contraire de l'article 5, un débit, un crédit ou une identification de titres détenus auprès d'un intermédiaire est effectif une fois réalisé.

Article 7

[Effet dérogatoire de certaines règles relatives aux systèmes de compensation ou de règlement-livraison]

Les dispositions des règles ou conventions régissant le fonctionnement d'un système de compensation ou de règlement-livraison destinées à assurer la stabilité du système ou le caractère définitif des aliénations effectuées par ce système doivent, en cas de d'incohérence, prévaloir sur [toute disposition de l'article 5 ou de l'article 6] [toute disposition de cette Convention].

Article 8

[Interdiction des saisies à l'échelon supérieur]

1. - Aucune saisie portant sur des titres inscrits au crédit du compte d'un titulaire ne peut être effectuée ou réalisée à l'encontre de l'émetteur de ces titres ni à l'encontre de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

2. - Dans le présent article, "**saisie**" signifie tout acte ou procédure judiciaire, administratif, ou autre visant à mettre en œuvre ou à exécuter un jugement, une sentence ou autre décision judiciaire, arbitrale, administrative ou autre, ou visant à geler, restreindre ou confisquer des titres afin de garantir leur disponibilité pour mettre en œuvre ou exécuter un tel jugement, sentence ou décision future.

Article 9

[Rangs des droits concurrents]

1. - Les droits résultant des articles 3 et 4:

a) sont de rang supérieur à tout autre droit créé selon une méthode prévue par la loi applicable autre que les méthodes prévues aux articles 3 et 4; et

b) prennent rang selon l'ordre dans lequel ils ont été créés.

2. - Un droit sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire résultant de l'application d'une disposition impérative de la loi applicable bénéficie du rang que lui accorde ladite disposition.

3. - Sous réserve des paragraphes qui précèdent, le rang entre droits concurrents sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est déterminé par la loi applicable.

4. - Dans les rapports entre personnes investies de tout droit mentionné dans le présent article, les rangs établis par les paragraphes précédents peuvent être modifiés entre ces personnes par la volonté des parties.

CHAPITRE III – PROTECTION DE L'ACQUEREUR DE BONNE FOI

Article 10

[Acquisition par une personne de bonne foi de titres détenus auprès d'un intermédiaire]

1. - La revendication d'un tiers n'est pas opposable à la personne qui acquiert des titres détenus auprès d'un intermédiaire par crédit à son compte conformément à l'article 3, ou par leur identification conformément à l'article 4 lorsque, au moment de cette acquisition, cette personne n'a pas connaissance de cette revendication sur ces titres.

2. - Le paragraphe 1 ne s'applique pas à l'acquisition de titres [ou à la constitution de sûreté] par voie de donation ou de toute autre manière à titre gratuit.

3. - Aux fins du présent article, une personne a connaissance de la revendication d'un tiers lorsque:

- a) elle a une connaissance réelle de la revendication de ce droit par un tiers; ou
- b) elle a connaissance de faits suffisants pour établir une probabilité significative de la revendication de ce droit par un tiers et ignore délibérément les informations qui établissent l'existence de la prétention d'un tiers;

et cette connaissance par une entité est établie pour une opération donnée à compter de l'instant où elle est, ou aurait raisonnablement dû être, portée à l'attention de la personne physique réalisant cette opération.

CHAPITRE IV - INSOLVABILITE

Article 11

[Droits des titulaires de compte en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire]

Les droits d'un titulaire du compte résultant du crédit d'un compte de titres et les droits d'une personne détenant une sûreté constituée conformément à l'article 4, sont opposables et produiront plein effet à l'encontre de l'administrateur et envers les créanciers dans la procédure d'insolvabilité concernant l'intermédiaire pertinent.

Article 12

[Opposabilité des débits, des crédits etc. et des instructions lors de l'insolvabilité de l'opérateur ou d'un participant à un système de compensation ou de règlement-livraison]

1. - Toute disposition des règles ou conventions régissant le fonctionnement d'un système de compensation ou de règlement-livraison qui est destinée à assurer la stabilité du système ou le caractère définitif des acquisitions et des aliénations effectuées par l'intermédiaire de ce système doit prévaloir nonobstant l'introduction d'une procédure d'insolvabilité à l'encontre du gestionnaire du système ou de tout participant au système dès lors que cette disposition:

- a) exclut l'invalidation ou l'annulation de toute acquisition ou aliénation réalisée par crédit, débit ou identification dans un compte de titres qui fait partie du système après que cette acquisition ou cette aliénation est devenue irrévocable conformément aux règles du système;
- b) exclut la révocation de toute instruction donnée par un participant au système dès lors que cette instruction est devenue irrévocable dans le système conformément aux règles du système.

2. - Le paragraphe précédent s'applique nonobstant toute invalidation, annulation ou révocation décrite dans ce paragraphe qui, à quelque autre titre, pourrait s'imposer en vertu des dispositions impératives du droit des procédures collectives de l'Etat contractant.

CHAPITRE V – OBLIGATIONS DE L'INTERMEDIAIRE

Article 13

[Obligations de l'intermédiaire]

1. - Sous réserve du paragraphe 2, un intermédiaire n'est ni tenu de, ni autorisé à, donner effet à toute instruction relative à des titres inscrits au crédit d'un compte de titres d'un titulaire du compte donnée par toute personne autre que ce titulaire du compte.

2. - Le paragraphe précédent s'applique sous réserve:

a) des dispositions de la convention de compte, de toute autre convention entre l'intermédiaire et le titulaire du compte ou toute autre convention conclue par l'intermédiaire avec l'accord du titulaire du compte;

b) des droits de toute personne (y compris l'intermédiaire) bénéficiaire d'une sûreté constituée conformément à l'article 4;

c) de tout jugement, sentence, ordonnance ou décision émanant d'un tribunal ou de toute autre autorité judiciaire ou administrative compétente, et ce sans préjudice de l'article 8;

d) toute disposition de la loi applicable ayant un caractère impératif.

Article 14

[Obligation de l'intermédiaire relative à la détention ou au crédit en compte de titres]

1. - Un intermédiaire ne peut:

a) inscrire des titres au crédit d'un compte de titres tenu par lui-même; ou

b) aliéner les titres détenus par lui-même ou inscrits au crédit d'un compte de titres dont il est titulaire auprès d'un autre intermédiaire,

si, au moment où ce crédit ou cette aliénation devient effectif, il ne détient pas lui-même ou auprès d'un autre intermédiaire un nombre suffisant de titres de même nature.

2. - Lorsque l'intermédiaire ne détient pas lui-même ou auprès d'un autre intermédiaire un nombre suffisant de titres, il doit prendre immédiatement les mesures nécessaires pour en détenir un nombre suffisant.

3. - Dans les paragraphes précédents, un intermédiaire détient lui-même ou auprès d'un autre intermédiaire "**un nombre suffisant de titres**" de même nature lorsqu'il est au moins égal au nombre ou à la valeur nominale de titres inscrits au crédit des comptes tenus par cet intermédiaire.

4. - Le présent article n'affecte en rien une quelconque disposition de règles de tout système de compensation ou de règlement-livraison de titres ou de tout autre système régissant la détention de titres auprès d'un intermédiaire, relative au partage des coûts liés au respect des conditions stipulées au paragraphe 2, incluant notamment toute disposition:

a) autorisant l'opérateur du système à débiter le compte d'un titulaire du compte de titres dont le crédit n'est pas ou ne devient pas [effectif][définitif], ou est annulé conformément à l'article 5;

b) exigeant d'un titulaire du compte qu'il indemnise l'opérateur du système ou tout autre intermédiaire pertinent des coûts engendrés par le crédit de titres supplémentaires sur le compte de ce titulaire lorsque les titres ont été ou peuvent être débités de ce compte de titres conformément à l'alinéa a); ou

c) exigeant des participants au système une contribution aux coûts engendrés par la défaillance d'un participant particulier au titre des engagements mis à sa charge conformément aux dispositions visées à l'alinéa b) ou une contribution aux coûts engendrés par le respect des conditions visées au paragraphe 2.

5. - Le présent article n'affecte en rien une quelconque disposition d'une convention de compte relative au partage des coûts engendrés par une action intentée par un intermédiaire visant au respect du paragraphe 2 dans le cas où:

a) ces mesures s'imposent parce que l'intermédiaire détient ces titres auprès d'un autre intermédiaire ("***l'intermédiaire à l'échelon supérieur***") du fait que les conventions entre l'intermédiaire et ses titulaires de compte lui imposent cette détention auprès de cet intermédiaire ou qu'aucun autre intermédiaire que celui de l'échelon supérieur n'est en mesure de les détenir; et

b) le nombre ou la valeur nominale des titres ainsi détenus a été réduit conformément aux dispositions de l'article 16 en raison de l'insolvabilité de l'intermédiaire à l'échelon supérieur.

6. - Le fait qu'un titre soit crédité au compte de titres ou qu'une aliénation de titres soit effectuée en violation des dispositions du paragraphe 1 ne rend pas ce crédit ou cette aliénation sans effet. Toutefois:

a) l'intermédiaire doit immédiatement se mettre en conformité avec les dispositions du paragraphe 2; et

b) le présent paragraphe n'affecte pas l'obligation de l'intermédiaire d'indemniser le titulaire du compte de toute perte résultant de cette violation.

Article 15

[Affectation de titres aux droits des titulaires de comptes: les titres ainsi affectés ne sont pas la propriété de l'intermédiaire]

1. - Les titres détenus par un intermédiaire ou crédités aux comptes de titres de cet intermédiaire auprès d'un autre intermédiaire doivent être affectés aux droits des titulaires de comptes du premier intermédiaire de sorte que le nombre ou la valeur nominale des titres ainsi affectés soit égal au nombre ou à valeur nominale des titres de même nature crédités aux comptes de titres tenus par cet intermédiaire.

2. - Les titres affectés conformément au paragraphe précédent ne font pas partie des actifs de l'intermédiaire disponibles pour distribution ou réalisation en faveur des créanciers dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité ou ne peuvent être autrement revendiqués par les créanciers.

3. - L'affectation exigée au paragraphe 1:

a) peut être réalisée par des méthodes appropriées mises en oeuvre par l'intermédiaire pertinent conformément à la loi applicable;

b) à défaut, cette affectation intervient de plein droit conformément à la loi applicable.

Article 16

[Effet de l'insuffisance de titres détenus par rapport aux droits d'un titulaire du compte]

1. - Si le nombre ou la valeur nominale des titres détenus auprès d'un intermédiaire ou crédités aux comptes détenus auprès d'un autre intermédiaire est inférieur au nombre ou à la valeur nominale des titres de même nature crédités aux comptes tenus par cet intermédiaire, la quantité manquante:

a) si l'intermédiaire est l'opérateur d'un système de compensation ou de règlement-livraison et que les règles du système comportent des dispositions sur la répartition de la quantité manquante, doit être répartie de la façon ainsi décrite;

b) dans tout autre cas, sera répartie entre les titulaires de compte auxquels des titres de même nature sont crédités proportionnellement au nombre ou à la valeur nominale des titres ainsi crédités.

2. - [Sous réserve de dispositions contraires de la loi applicable,] [L]ors de toute répartition requise au titre de l'alinéa b) du paragraphe précédent il ne sera pas tenu compte:

a) de l'origine des titres ou des opérations antérieures sur les titres détenus par l'intermédiaire ou inscrits au crédit des comptes de titres dont cet intermédiaire est titulaire auprès d'un autre intermédiaire; ou

b) de l'ordre ou du moment du crédit ou du débit des comptes de titres respectifs des titulaires de comptes.

CHAPITRE VI – RELATIONS AVEC LES EMETTEURS DE TITRES

Article 17

[Position des émetteurs de titres]

1. - Toute disposition de la loi d'un Etat contractant, et toute disposition des contrats d'émission de titres régis par la loi d'un Etat contractant, qui empêcherait la détention de titres auprès d'un intermédiaire ou l'exercice effectif par un titulaire du compte des droits relatifs aux titres détenus auprès d'un intermédiaire doit faire l'objet d'une modification afin de permettre la détention desdits titres auprès d'un intermédiaire et l'exercice effectif desdits droits.

2. - Sans limiter la portée générale du paragraphe précédent, ce paragraphe s'applique en particulier à toute règle ou disposition:

a) qui restreint la capacité d'un détenteur de titres d'exercer le droit de vote ou autres droits de manière différenciée;

[b) qui ne prévoit pas de disposition adéquate permettant de mettre à la disposition des titulaires de compte détenant des titres auprès d'un intermédiaire, ou permettant aux intermédiaires de transmettre aux dits titulaires de compte:

i) des copies des notifications, comptes, circulaires et autres documents adressés par l'émetteur aux titulaires desdits titres; et

ii) les moyens d'exercice des droits attachés auxdits titres soit en personne soit par le biais d'un mandataire ou d'un autre représentant;]

c) qui prohibe ou ne reconnaît pas la détention de titres par une personne agissant en qualité [de personne agissant pour le compte de tiers] [intermédiaire inscrit] ou d'intermédiaire;

d) en vertu de laquelle la reconnaissance de la détention de titres par un intermédiaire ou l'exercice de droits par un titulaire du compte est soumis à la condition que ces titres soient enregistrés sur un support prédéfini;

e) qui impose des restrictions à la détention de titres ou à l'exercice des droits attachés aux titres en fonction de l'identité, de la qualité, de la résidence, de la nationalité ou du domicile ou d'autres caractéristiques ou circonstances relatives à toute personne agissant en qualité d'intermédiaire.

[3. - Sous réserve des paragraphes précédents, aucune disposition de la présente Convention n'impose à un émetteur de titres d'être tenu envers une personne par, ou oblige un tel émetteur à reconnaître à une telle personne, un droit sur, ou relatif à, de tels titres qui serait plus étendu ou dont la portée serait plus grande que ce qui est prévu par la loi et les contrats régissant l'émission de ces titres.]

Article 18
[Compensation]

1. - Entre l'émetteur de titres et le titulaire d'un compte auquel ces titres sont crédités, le fait que ces titres soient détenus auprès d'un intermédiaire ne doit pas par ce seul fait empêcher l'existence ou entraver l'exercice, dans une procédure d'insolvabilité relative à l'émetteur, de tous droits de compensation qui auraient existé et auraient pu être exercés si le titulaire du compte avait détenu les titres de façon directe.

2. - Le présent article ne porte pas atteinte aux stipulations expresses des contrats d'émission des titres considérés.

CHAPITRE VII – DISPOSITIONS SPECIALES AUX OPERATIONS DE GARANTIE

Article 19
[Interprétation des termes employés dans le Chapitre VII]

Dans le présent Chapitre:

a) "**contrat de garantie considéré**", "**constituant de la garantie**", "**preneur de la garantie**", "**titres donnés en garantie**" et "**obligations garanties**" ont les significations qui leur sont respectivement données au paragraphe 1 de l'article 20;

b) "**cas de réalisation**" désigne, par rapport à une convention de garantie considérée, un événement dont la survenance permet, conformément aux termes de la convention de garantie considérée, au preneur de la garantie de réaliser sa sûreté.

Article 20
[Dispositions spécifiques relatives à la réalisation]

1. - Le présent article s'applique à un contrat (un "**contrat de garantie considéré**") au titre duquel une personne autre qu'une personne physique (le "**constituant de la garantie**") constitue une sûreté au bénéfice d'une autre personne (le "**preneur de la garantie**") sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire qui sont d'un type négocié habituellement sur un marché financier (les "**titres donnés en garantie**") afin de garantir l'exécution d'obligations financières de toute nature prévues au paragraphe 2 (les "**obligations garanties**").

2. - Les obligations garanties peuvent consister totalement ou partiellement en toute obligation à caractère financier, notamment:

- a) les obligations présentes, qu'elles soient assorties d'un terme ou d'une condition, ainsi que les obligations futures (y compris les obligations découlant d'un accord-cadre, que ce soit au titre d'une disposition prévoyant la déchéance du terme ou la résiliation d'opérations ou de toute autre disposition);
- b) les obligations de livrer des titres ou tout autre bien;
- c) les obligations envers le preneur de la garantie à la charge d'une personne autre que le constituant de la garantie;
- d) les obligations occasionnelles d'une nature particulière.

3.- Lors de la survenance d'un cas de réalisation, le preneur de garantie peut réaliser les titres donnés en garantie:

- a) en les vendant et en affectant le produit net de la vente à l'exécution des obligations garanties;
- b) en s'appropriant les titres donnés en garantie dont la propriété sera acquise au preneur de la garantie en vue de leur affectation à l'exécution des obligations garanties, soit par voie de compensation, soit pour acquit de celles-ci, pour autant que le contrat de garantie considéré prévoit cette forme de réalisation et détermine à cette fin les modalités d'évaluation de ces titres ainsi donnés en garantie.

4. - Les titres donnés en garantie peuvent être réalisés conformément au paragraphe précédent:

- a) sous réserve de toute disposition contraire du contrat de garantie considéré, sans être soumis à l'obligation:
 - i) que l'intention de réaliser ait été notifiée préalablement;
 - ii) que les conditions de la réalisation soient [approuvées][homologuées] par un tribunal, un officier public ou ministériel ou toute autre personne;
 - iii) que la réalisation s'effectue par enchères publiques ou selon toute autre forme prescrite; et
- b) indépendamment de l'engagement ou de la poursuite d'une procédure d'insolvabilité à l'égard du constituant ou du preneur de la garantie.

5. - La réalisation au titre du paragraphe 3 sera effectuée d'une manière commercialement raisonnable.

Article 21

[Dispositions spécifiques relatives au droit d'utiliser les titres donnés en garantie]

1. - Pour autant que les stipulations d'un contrat de garantie particulier le prévoient, le preneur de la garantie aura le droit d'utiliser et d'aliéner des titres donnés en garantie comme s'il en était le propriétaire (un "**droit d'utilisation**").

2. - Lorsque le preneur de la garantie exerce son droit d'utilisation, il contracte l'obligation de remplacer les titres donnés en garantie qui ont été originellement transférés (les "**titres donnés originellement en garantie**") en transférant au constituant de la garantie, au plus tard lors de l'exécution des obligations garanties, le même nombre de titres de même nature.

3. - Les titres transférés en vertu du paragraphe précédent préalablement à l'exécution complète des obligations garanties:

a) seront, de la même manière que les titres donnés originellement en garantie, soumis à une sûreté constituée au titre du contrat de garantie considéré, qui sera réputée comme ayant été créée au moment de la constitution de la sûreté relative aux titres donnés originellement en garantie; et

b) seront à tous autres égards soumis aux stipulations du contrat de garantie considéré.

4. - L'exercice d'un droit d'utilisation ne rendra pas caduc ou inapplicable tout droit du preneur de la garantie en vertu du contrat de garantie considéré.

5. - Le contrat de garantie considéré peut prévoir que, si un cas de réalisation de la garantie survient avant l'exécution complète des obligations garanties, soit l'un des cas soit les deux cas suivants surviendront, ou pourront survenir selon la décision du preneur de la garantie, soit par compensation, résiliation d'opérations ou autrement:

a) la déchéance du terme des obligations respectives des parties est prononcée, de sorte que lesdites obligations deviennent soit immédiatement exigibles, le montant ainsi exigible étant exprimé comme une obligation de payer une somme d'argent correspondant à leur valeur courante estimée, ou sont éteintes et remplacées par une obligation de payer une somme d'argent correspondant au montant susmentionné;

b) 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.

Article 22

[Protection assurée par certaines dispositions relatives au "top-up" ou à la substitution de garantie]

Lorsqu'un contrat de garantie pertinent stipule:

a) une obligation de livrer des titres donnés en garantie ou des titres donnés en garantie supplémentaires [dans les conditions spécifiées dans le contrat de garantie considéré][afin de tenir compte des changements de valeur de la garantie donnée en vertu du contrat de garantie considéré ou du montant d'obligations garanties]; ou

b) un droit de retirer des titres donnés en garantie ou une autre garantie en fournissant, en substitution ou échange, des titres donnés en garantie d'une valeur substantiellement identique,

la fourniture de tels titres donnés en garantie, ou de titres donnés en garantie supplémentaire, ou de titres donnés en garantie par voie de substitution ou d'échange ne pourra être annulée ni frappée de nullité ni considérée comme de nul effet pour l'unique raison qu'elle intervient après ou pendant une période donnée avant l'engagement d'une procédure d'insolvabilité à l'égard du constituant de la garantie.

Article 23

[Déclarations à propos du Chapitre VII]

Un Etat contractant peut, au moment de la signature, de la ratification, de l'acceptation, de l'approbation ou de l'adhésion, faire une déclaration énonçant que ce Chapitre ne sera pas applicable dans le droit de cet Etat contractant.