



**COMITE D'EXPERTS GOUVERNEMENTAUX D'UNIDROIT
POUR LA PREPARATION D'UN PROJET DE CONVENTION
SUR LES REGLES DE DROIT MATERIEL APPLICABLES AUX
TITRES INTERMEDIÉS
Troisième session
Rome, 6-15 novembre 2006**

UNIDROIT 2006
Etude LXXVIII – Doc. 44 prov.
Original: anglais
octobre 2006

Document de travail concernant les systèmes dits "transparentes"

Préparé par le Secrétariat sur la base des contributions apportées par les délégations du CEG

Introduction

A l'occasion de la deuxième session du Comité d'experts gouvernementaux d'UNIDROIT (CEG) sur les titres intermédiaires, dans le contexte de la règle interdisant la saisie à l'échelon supérieur, la question de savoir si cette règle s'appliquait aux systèmes dits "transparentes" a conduit à une discussion plus large sur la situation particulière de ces systèmes vis-à-vis de l'avant-projet de Convention.

Etant donné que la relation entre le titulaire de compte et l'intermédiaire pertinent constitue un des pivots du texte du projet, une clarification relative aux modèles de détention transparents s'avère particulièrement importante pour le futur instrument. Cela n'est pas seulement vrai concernant les concepts fondamentaux du projet mais également de façon plus spécifique en ce qui concerne l'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur (article 15 de l'avant-projet de Convention).

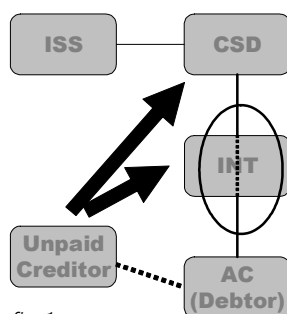


fig. 1

interdiction de la saisie à l'échelon supérieur (article 15 de l'avant-projet de Convention). Dans de nombreux systèmes transparents, le créancier d'un titulaire de compte-débiteur peut saisir les titres du titulaire de compte immédiatement au niveau du DCT¹. L'objectif de l'article 15 est d'éviter exactement ce scénario et il est généralement reconnu que cette règle est fondamentale pour les objectifs de la Convention, notamment en vue de réduire les risques systémiques.

Si "l'entité du milieu" dans un modèle transparent et le compte qu'elle tient sont interprétés comme étant respectivement l'intermédiaire pertinent et le compte de titres pertinent [article 1(b) et (c)], une saisie réalisée sur le compte tenu par le DCT ne serait pas admise si le principe d'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur devait être conservé. Toutefois, étant donné que l'identité des investisseurs et les détails de leurs détentions sont connus au niveau du DCT, on pourrait dire que dans ce cas, une saisie réalisée sur le compte tenu par le DCT ne poserait pas des problèmes systémiques sérieux comparés à une saisie à

¹ Pour des raisons techniques, ce document constitue une version provisoire. Aux fins d'une meilleure compréhension et fluidité de la lecture des diagrammes qui sont encore en langue anglaise, ISS est l'abréviation d'émetteur, CSD du Dépositaire central de titres (DCT), AH de titulaire de compte, INT d'intermédiaire, ME d'entité du milieu.

l'échelon supérieur en vertu du modèle non transparent lorsque le DCT tient un compte *omnibus* et que la saisie réalisée sur ce compte conduirait à des difficultés. Par conséquent, il faudrait examiner si et par quels moyens une saisie au niveau du DCT devrait être rendue possible dans les systèmes transparents. Si, par exemple, on considère que le DCT est l'intermédiaire pertinent, alors une saisie à son encontre ne constituerait pas une saisie "à l'échelon supérieur".

Au cours de la deuxième session du CEG, des réponses claires aux questions précédentes n'ont pas été formulées. Après la session, le Secrétariat d'UNIDROIT a préparé un premier projet du présent document et a invité les délégations à contribuer à sa finalisation, notamment par la description des systèmes de détention correspondants, clarifiant les questions précisées plus haut et en proposant des solutions. Les délégués de 11 Etats membres ont formulé des observations sur le document. Leurs observations ont été ensuite insérées dans le texte. Toutefois, dans le présent document, des paragraphes du texte sont consacrés à des pays en particulier seulement lorsque cela est apparu comme nécessaire ou utile.

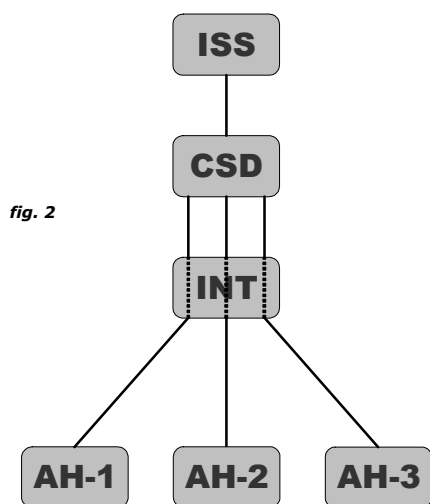
Ce document, dans un premier temps, fournit un éclairage sur ce qui est entendu par la référence à des systèmes transparents, en présentant quelques caractéristiques essentielles pour la description et en décrivant certains systèmes nationaux qui sont entièrement ou partiellement transparents. La deuxième étape consiste dans la détermination des catégories de systèmes transparents devant être traitées de façon spécifique dans le futur instrument. Enfin, dans une troisième et dernière étape consiste à examiner la manière dont la solution peut être insérée techniquement dans le texte de l'avant-projet de Convention.

1. Présentation des systèmes transparents

a. Principales caractéristiques

i. Système transparent ou modèle de détention transparent?

Les systèmes transparents peuvent être grossièrement décrits, en termes pratiques, comme "des systèmes, lorsque deux ou plusieurs entités sont impliquées dans la chaîne de détention (entre l'émetteur et l'investisseur) et lorsqu'en haut du système, les détentions de garanties sur des titres intermédiés de tous les titulaires de comptes de niveau inférieur sont mises en évidence, notamment au moyen de comptes/comptes au niveau inférieur tenus pour chacun de ces titulaires de comptes de niveau inférieur"(cf. fig. 2).

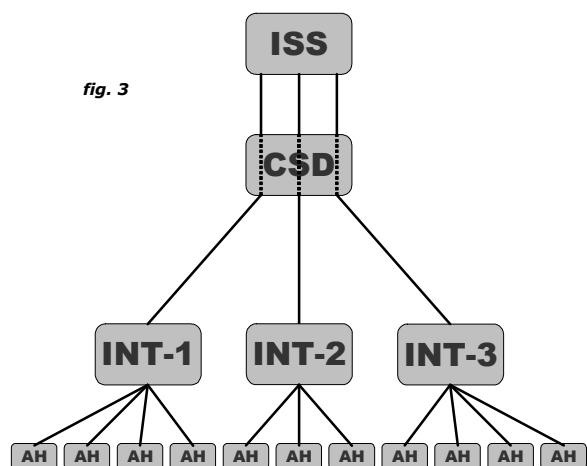


Cependant, il existe des systèmes de détention apparaissant comme des systèmes "mixtes", c'est-à-dire qu'une partie de la chaîne de détention est transparente alors qu'une autre ne l'est pas.

Dans la fig. 3, à l'échelon supérieur, le système est transparent. C'est notamment le cas lorsque le DCT a principalement pour fonction de tenir le registre pour l'émetteur. Dans ce cas de figure, les participants au DCT (ici INT-1, INT-2 et INT-3), détiennent leurs titres directement auprès de l'émetteur.

En dessous du niveau des participants au DCT, la détention s'organise en comptes *omnibus*, c'est-à-dire que le système n'est pas transparent.

Sur fond d'existence de systèmes mixtes, il semble plus approprié d'employer le terme "modèle de détention transparent" concernant une structure de détention impliquant 3 entités (l'entité au "milieu" étant transparente) au lieu d'employer le terme "systèmes transparents" comme description globale de la méthode de détention des titres prévue par la loi et les moyens réglementaires dans certains pays. Dans la fig. 3, le modèle de détention ISS/CSD/INT est transparent tandis que le modèle CSD/INT/AH ne l'est pas. Pour l'intégralité de ce système, ni le terme transparent ni le terme non transparent ne conviendraient. Un système peut être qualifié de transparent dans son intégralité seulement si *tous* ses échelons le sont.



Par conséquent, il est entendu que les systèmes mixtes, tels que décrits dans la fig. 3, impliquent habituellement un ou deux modèles transparents (souvent l'échelon en haut du système) et un ou plusieurs modèles non transparents (depuis l'échelon immédiatement en dessous de l'échelon en haut du système jusqu'à l'investisseur en bas). Cela est par exemple le cas du système de détention brésilien en ce qui concerne les obligations du gouvernement et en Afrique du Sud, lorsque, dans le cas d'un client "nominee" au deuxième échelon, le système est considéré comme non transparent du troisième échelon en partant du haut jusqu'à l'investisseur en bas.

Il est également entendu que dans certains systèmes, le système à travers lequel les titres peuvent être détenus consiste exclusivement dans des modèles de détention transparents (par exemple, le modèle de détention brésilien pour les titres de capital et les produits dérivés) ou juste un modèle unique de détention transparent (par exemple le modèle de détention finlandais pour les titulaires nationaux de titres internes). Les deux systèmes sont entièrement transparents.

En outre, il existe des systèmes qui possèdent à la fois une "branche" transparente et une autre non transparente, par opposition à "niveau" transparent et non transparent. A titre d'exemple, les détentions purement internes sont organisées en modèles transparents, alors que les détentions d'investisseurs étrangers comprennent des comptes *omnibus* et par conséquent ne sont pas transparentes. En Finlande, par exemple, les détentions internes sont transparentes mais les détentions étrangères peuvent être transparentes ou non. En Suède, l'investisseur aussi bien national qu'étranger peut choisir de détenir des titres directement auprès du DCT (système transparent) ou bien auprès d'un conservateur (système non transparent).

ii. Systèmes transparents et relation directe investisseur-émetteur

Une autre question pourrait être de savoir si les termes "transparent"/"transparence" ont une signification allant au delà de l'identification de l'investisseur final: le terme décrit-il la relation entre l'émetteur et l'investisseur dans le sens de l'existence d'une relation directe entre eux?

Ici, la réponse devrait être négative. La question de la transparence, telle que définie précédemment (des systèmes dans lesquels en haut du système les détentions de garanties de tous les titulaires de comptes de niveau inférieur sont mises en évidence), est indépendante de la question de la relation directe entre l'émetteur et l'investisseur et il n'y a pas de lien de causalité entre ces deux questions. Il serait même possible de trouver un système dans lequel il existe une relation directe (c'est-à-dire que l'investisseur bénéficie de droits directs à l'encontre de l'émetteur) mais qui ne soit pas transparent. C'est par exemple le cas des systèmes français et allemand. Par conséquent, les termes "transparent"/"transparence", étant donné la définition proposée, ne de-

vraient pas être compris comme traitant la question de la relation directe entre l'investisseur et l'émetteur.

iii. Moyens d'individualisation: 3 catégories

Il semble y avoir trois méthodes fondamentales d'identification des détentions d'un titulaire de compte de niveau inférieur au niveau supérieur (cf. fig. 4).

Dans les systèmes appartenant à la première catégorie, l'échelon supérieur (le DCT) tient des comptes au nom du titulaire de compte en bas de la chaîne. Dans ce cas, l' "entité du milieu" gère simplement les comptes, c'est-à-dire qu'elle joue le rôle d'une interface technique.

Les systèmes de la deuxième catégorie fonctionnent d'une manière légèrement différente, puisque l'échelon supérieur (le DCT), tient des comptes au nom de l' "entité du milieu" mais ces comptes sont divisés en sous comptes pour chaque titulaire de compte (client) de l' "entité du milieu" qui reflètent les détentions de chaque client.

Dans les systèmes appartenant à la troisième catégorie, il existe un compte *omnibus* au niveau du DCT au nom de l' "entité du milieu". L' "entité du milieu" tient des comptes séparés pour ses titulaires de compte (clients). Cependant, les informations relatives aux comptes sont en permanence ou régulièrement confirmées entre les deux niveaux d'une structure de registre spécifique. Cela permet au DCT de déterminer à tout moment exactement ce que le client de l'entité du milieu possède

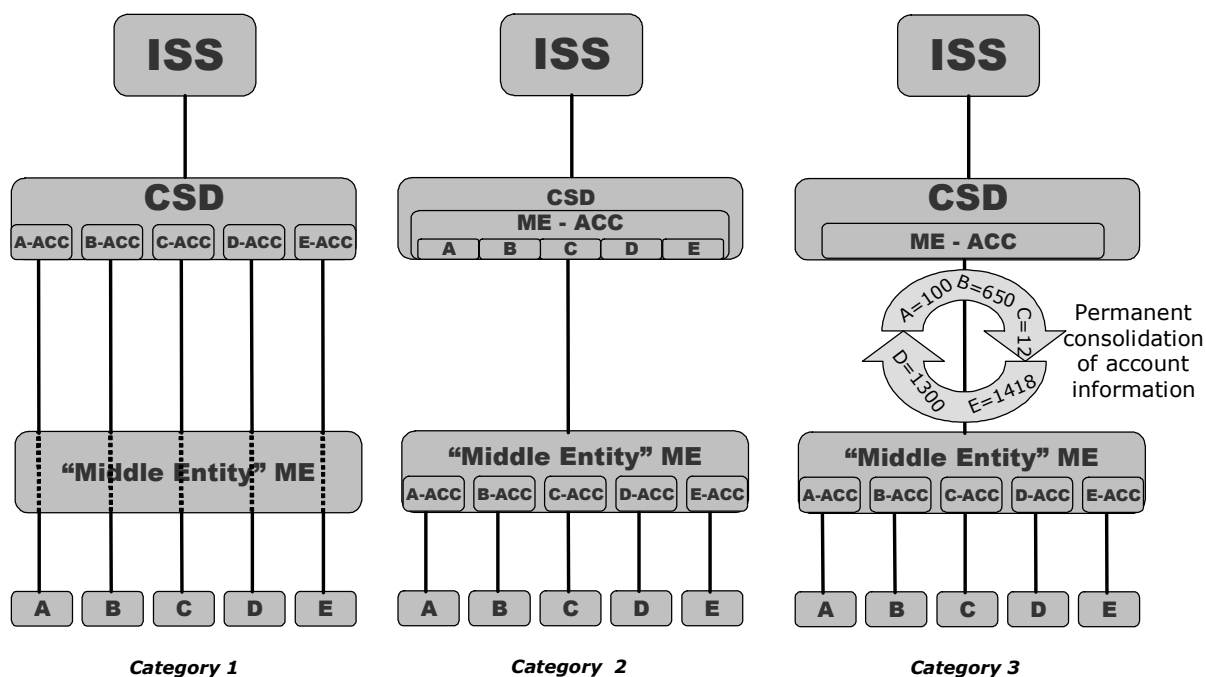


fig.4

sur son compte.

iv. Registre miroir aux fins de l'exercice des droits sociaux

Une autre question découle du fait que dans certains systèmes, aux fins de l'administration des droits sociaux des investisseurs (participation à des assemblées d'actionnaires, distribution des dividendes), les détentions par les titulaires de compte finaux sont "reflétés" dans un registre séparé qui est tenu par l'émetteur ou une entité chargée par celui-ci de le faire. Régulièrement, les modifications pertinentes dans les détentions sont rapportées dans ce registre miroir par les intermédiaire-

res. La question qui se pose à présent est celle de savoir si l'existence de ce miroir registre, dans les investisseurs peuvent être identifiés, rendrait à lui seul un système de détention "transparent". La réponse à cette question pourrait dépendre des arrangements concrets mais la conclusion préliminaire serait que ces registres miroirs n'influencent pas la question de la transparence d'un système parce que la propriété, la détention, et le transfert sont organisés à travers la chaîne d'intermédiaires, et le registre miroir des émetteurs *reflète* seulement le statut des détentions au sein du système d'intermédiaires. Le registre miroir reflète, dans certains cas avec un retard de quelques jours, les personnes autorisées à exercer et recevoir les droits sociaux. Par exemple, en France, il existe les "titres nominatifs administrés" (voir présentation lors du Séminaire à Berne, reproduite dans le Doc. Sem.1, Annexe 4) qui sont des titres crédités sur un compte de titres ouvert sur les registres de l'intermédiaire et identifiés en plus au niveau de l'émetteur. Ainsi, du point de vue de l'émetteur, les niveaux du DCT et des intermédiaires sont transparents. Toutefois, ce modèle de détention n'est pas considéré comme constituant une question de transparence. D'ailleurs, seul l'intermédiaire détenant ces titres nominatifs administrés devrait être considéré comme "tenant" un compte de titres pour l'investisseur.

A l'identique, il devrait être considéré comme inapproprié dans le contexte de la transparence d'un système que l'émetteur, une autorité de surveillance, fiscale ou toute autre autorité puisse demander des données concernant les titulaires de comptes finaux. A titre d'exemple, en Afrique du Sud, les comptes *omnibus* sont détenus au troisième échelon et plus bas dans la chaîne; ici, la divulgation d'informations peut être demandée par les émetteurs aux termes de la loi (bien qu'en pratique, le *nominee* pourrait seulement divulguer l'identité du bénéficiaire avec lequel il a une relation directe aux termes d'un mandat ou d'un contrat). Un autre exemple est fourni par l'Argentine, où les investisseurs étrangers détiennent des titres à travers des *nominees*, et la Commission nationale des marchés de valeurs peut requérir l'identification des investisseurs finaux concernant leur participation aux assemblées d'actionnaires.

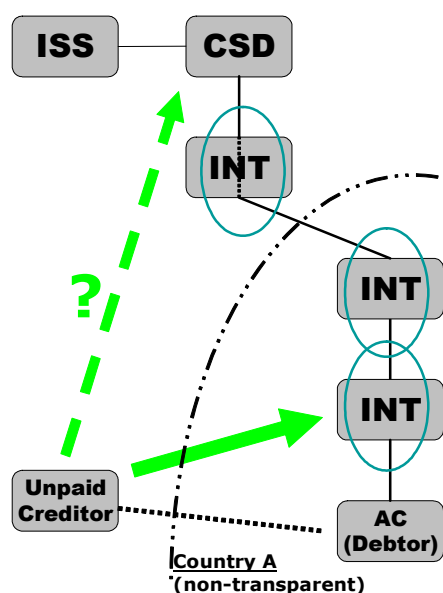


fig. 5

cas de figure est représenté dans la fig. 5.

v. Modèles transparents dans un contexte purement interne et dans des situations transfrontalières

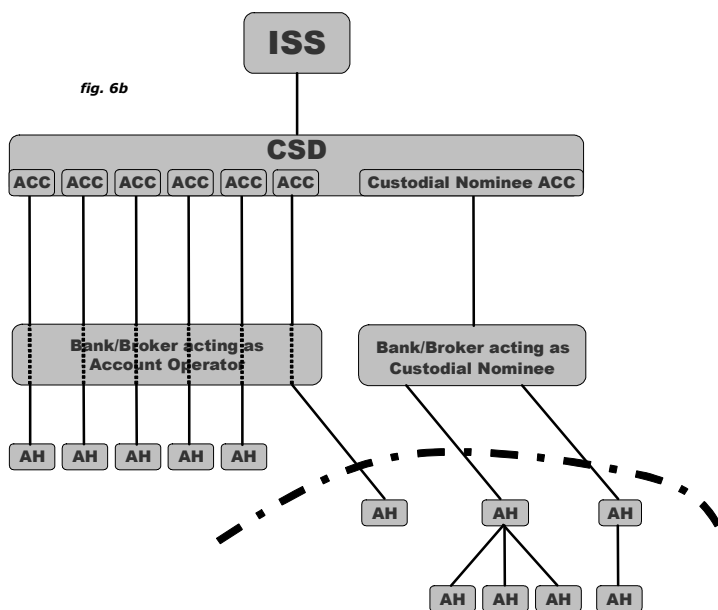
Une autre question d'importance est celle de savoir comment les systèmes qui constituent dans un contexte purement interne des systèmes de détention transparents communiquent avec les parties de la chaîne de détention qui sont situées au sein d'un système différent et qui ne sont pas transparentes. Dans ce cas, tous les avantages d'un système transparent fermé ne peuvent être réalisés. Cela est en particulier le cas lorsque, par exemple, des investisseurs locaux détiennent sur leur compte local des titres étrangers qui sont détenus à travers des modèles de détention non transparents par un DCT étranger en haut du système, ou, des investisseurs étrangers détiennent des titres déposés auprès du DCT local à travers un modèle de détention non transparent. Un troisième

b. Exemples

i. Finlande

La Fig. 6a décrit le système de détention finlandais en ce qui concerne les comptes différenciés selon les investisseurs tenus par le DCT. Ce modèle de détention est disponible à la fois pour les investisseurs nationaux et étrangers. Les comptes différenciés selon les investisseurs sont tenus au nom des investisseurs au niveau du DCT, contrairement aux masses de titres fongibles. L'actionnaire est automatiquement inscrit sur le registre de l'émetteur aux fins du droit des sociétés.

Les inscriptions ayant des conséquences au niveau de la propriété sont effectuées par l'intermédiaire

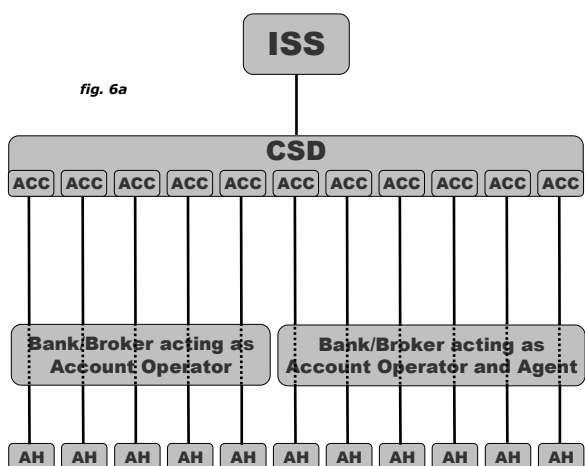


des comptes auprès du DCT sur le fondement d'une législation spécifique. Les inscriptions sont effectuées par des opérateurs de comptes titulaires d'une licence (une banque ou un courtier), qui gèrent ces comptes dans une qualité purement administrative. Cependant, les opérateurs de comptes agissent à titre d'interface administrative et de partenaire contractuel à l'égard des titulaires de comptes. Les opérateurs de comptes peuvent tenir des registres supplémentaires relatifs aux détentions des investisseurs mais uniquement à des fins économiques/commerciales.

Il est également possible pour l'investisseur de ne pas utiliser les services d'une banque ou d'un courtier, auquel cas le DCT gère le compte différencié.

En ce qui concerne les détentions étrangères (fig. 6b), le système permet également aux intermédiaires (banques, courtiers) tenant les inscriptions en compte de titres possédés par un ou plusieurs investisseurs étrangers de conserver des comptes distincts en tant que *nominees* (comptes *omnibus*). Chaque compte contient les informations relatives à l'intermédiaire et non à son propriétaire. La répartition des droits entre les propriétaires découle du système de comptes au niveau inférieur à l'opérateur conservant le compte. Cela signifie par exemple qu'un gage n'est pas inscrit

sur le compte *omnibus* mais sur le compte au niveau inférieur auprès de l'intermédiaire (opérateur de compte de dépôt).



Par conséquent, il est important de noter qu'une banque ou un courtier a un rôle sensiblement différent en fonction du type de compte auprès du DCT. S'il s'agit d'un compte différencié selon l'investisseur, ce compte est placé auprès du DCT qui est l'intermédiaire pertinent pour le compte, et la banque ou un courtier gère seulement le compte et ne constitue pas un intermédiaire aux fins du projet de

Convention. Toutefois, en ce qui concerne un compte *omnibus* auprès du DCT, une banque ou un courtier tient des sous comptes pour ses titulaires de compte et agit donc dans cette relation en qualité d'intermédiaire/intermédiaire pertinent à l'égard des titulaires de compte.

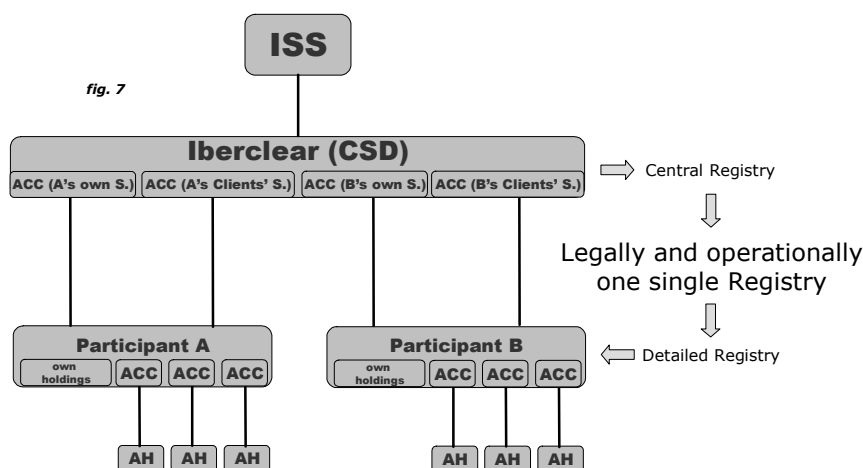
ii. Espagne

Le système espagnol se fonde sur l'idée d'un registre unique où s'effectuent les inscriptions (=tenue d'un registre central sur la base d'inscriptions comptables). L'organisation des intermédiaires impliqués dans la tenue de ce registre d'inscription en compte dépend du fait que les titres soient cotés sur un marché réglementé ou non.

Pour les *titres non cotés*, le registre d'inscription en compte sera tenu par une seule entité financière qui procédera à l'inscription, à tout moment, du nombre de titres détenus par chaque titulaire, à savoir par l'inscription directe au nom de chaque titulaire. Cela requiert l'ouverture d'un compte de titres par chaque titulaire auprès de cette entité.

Pour les *titres cotés* sur les marchés réglementés espagnols, c'est-à-dire le marché de la dette publique, la Bourse et le Marché AIAF, le registre d'inscription en compte est organisé en un système à deux échelons. Dans ce système, le registre est confié *conjointement* à Iberclear, c'est-à-dire le CSD, et à ses entités financières participantes (les "participants").

Ce système de registre d'inscription en compte est structuré en deux niveaux: premièrement, un registre central, géré par Iberclear, contenant la balance des comptes totale des titres émis dans deux types de comptes ouverts par Iberclear pour chaque participant: (i) Un compte sur lequel les titres détenus par chaque participant figurent; et (ii) Un autre compte, distinct et entièrement séparé du premier, qui reflète le nombre total de titres détenus par chaque participant pour le compte de ses clients. Le compte pour les titres des clients, bien qu'il reflète le nombre total des titres de tous les clients, ne peut être considéré comme un compte omnibus en vertu du système juridique espagnol, qui prévoit les comptes omnibus uniquement "en dehors de l'Espagne", dans le



cas où ils seraient indispensables à la conduite des activités sur les marchés étrangers (cf. article 2 de l'Ordonnance du 7 octobre 1999).

Deuxièmement, il existe des registres dits détaillés qui sont gérés par les participants. Chaque registre détaillé reflète les comptes ouverts par les investisseurs

(=client du participant), et les données détaillées relatives aux titres qui sont inscrits sur ces comptes.

Le système garantit la connexion entre ces deux niveaux par un code: une référence dite du registre ("RR") est attribuée par Iberclear pour chaque opération. Cela permet au système de conserver un historique de toutes les opérations et inscriptions en compte. Toutes les opérations sont numérotées, et Iberclear communique ce numéro aux participants. La RR permet une synchronisation parfaite du registre central et des registres détaillés. Sur cette base, l'intégralité du mécanisme des registres central et détaillés est considérée juridiquement comme un seul registre (voir le Décret

Royal 119/1996, "...un système à deux niveaux qui n'est pas contraire à l'idée d'un registre électronique unique même s'il est articulé à travers un registre central et des registres détaillés ...".

iii. Afrique du Sud

Le système d'actions actuel est un système mixte, bien qu'en termes pratiques, il ait plus de modèles de détention non transparents que transparents. Un "système de sous-registre" existe pour les actions dématérialisées lorsque les participants au DCT (et non le DCT) tiennent les comptes et sous-comptes des clients. Les sous-registres électroniques tenus par les participants au DCT ainsi que le registre pour les certificats papier tenu par l'émetteur ou son employé, forment le registre d'actions total pour un émetteur. Les participants au DCT effectuent les inscriptions de transfert sur les sous-registres en vertu de la loi, une fois que le règlement-livraison a eu lieu auprès du DCT. Les participants au DCT doivent détenir des "comptes de titres centraux" auprès du DCT et doivent équilibrer les comptes quotidiennement auprès du DCT. Le DCT agit en qualité de chargé aux écritures et collecte les informations relatives à la détention des actions de la part des différents participants (et courtiers pas le biais de la Bourse). Le DCT "compile" les informations des noms sur les sous-registres (transmises par les participants) et les informations disponibles sur la propriété (transmises par la Bourse) dans un "*Beneficial Download*" et le fournissent une fois par mois gratuitement aux émetteurs respectifs ou à leurs employés (secrétaires de transfert, officiers chargés de la tenue des registres) conformément au Règlement du DCT (législation subordonnée). Le "*Beneficial Download*" est également disponible pour les émetteurs à titre *ad hoc* moyennant le paiement d'une redevance.

Les titulaires de comptes disposent d'une option conformément au Règlement du DCT pour la détention de leurs titres auprès des participants "*nominee*" ou "à leur propre nom" sur les sous-registres. Dans l'hypothèse où la mention "*nominee*" figure sur le sous-registre d'un participant (2^{ème} échelon), un sous-registre (3^{ème} échelon) doit être tenu avec le nom du propriétaire et certaines conditions de divulgation sont applicables en vertu de la loi [voir *infra*]. Le DCT pourrait donc "creuser" un niveau en dessous du niveau du sous-registre du participant afin d'obtenir des informations sur la propriété. Néanmoins, lorsqu'un *nominee* est inscrit sur le sous-registre (3^{ème} échelon), le propriétaire des titres sera habituellement inscrit sur un compte *omnibus* sur un sous-sous-registre (4^{ème} or 5^{ème} échelon), etc.

La catégorie de clients "à leur propre nom" est strictement définie dans le Règlement du DCT et devrait toujours constituer l'investisseur final. Seul un participant au DCT sud-africain offre régulièrement ce modèle de détention à ses clients. L'identité de l'investisseur "à son propre nom" est inscrite au niveau des participants sur le sous-registre (le registre légal; 2^{ème} échelon) et est "transparente" pour le DCT (haut du système/1^{er} échelon) et l'émetteur. La transparence n'est pas fournie en temps réel ou sur une base journalière. Cela est dû au fait que l'information n'est pas centralisée au niveau du DCT, mais fragmentée entre les différents participants au DCT. A moins que l'émetteur ne demande ces informations sur une base *ad hoc* au DCT, celui-ci obtiendra les informations une fois par mois de la part des différents participants au DCT afin de les collecter et de les transmettre aux émetteurs.

Conformément à la législation sud-africaine actuelle, les inscriptions au niveau des participants au DCT sont reconnues comme constituant la preuve de la détention des titres. Le client "à son propre nom" inscrit sur le sous-registre du participant est considéré par la loi comme étant un actionnaire auprès de l'émetteur et comme ayant une relation directe avec l'émetteur.

Il existe des obligations de divulgation des informations relatives au titulaire de compte à différents niveaux du système de détention mais, dans la mesure où ces obligations n'ont pas d'influence sur la situation relative à la propriété, le système sud-africain n'est pas conforme au concept de système transparent.

iv. République tchèque

Dans le système de détention tchèque, le nombre de comptes de titulaires auprès du DCT est d'environ 2,5 millions. Le système géré par le *Prague Securities Center* (SCP, qui sera transféré après des modifications législatives à un DCT nouvellement constitué) est un système à échelon unique, dans lequel tous les propriétaires de titres possèdent leurs comptes sur le registre du SCP et ont un accès direct à leurs comptes par l'intermédiaire des bureaux du SCP. Lesdits bureaux fournissent tous les services de base aux propriétaires de titres. Cela signifie que l'inscription au SCP est nécessaire pour un changement de propriété. Cette inscription a un caractère dit constitutif, c'est-à-dire que les droits résultent uniquement de l'inscription réalisée au SCP.

Le schéma de détention des titres dématérialisés, une fois que le Dépositaire central de titres nouvellement créé (DCT) aura obtenu sa licence, sera organisé d'une façon ressemblant en partie au système finlandais décrit plus haut, à l'exception principale que les comptes *omnibus* seront ouverts aussi aux titres détenus par des investisseurs internes, et non pas seulement étrangers. Le système sera transparent, combinant des modèles de détention à un ou deux échelons. Les deux modèles sont accessibles aussi bien aux investisseurs internes qu'étrangers.

Au sein du cadre du modèle transparent à échelon unique, les titres sont inscrits sur des comptes différenciés selon les investisseurs finaux tenus au nom des investisseurs (dits "owner account") au niveau du DCT. Le modèle transparent à deux échelons consiste dans des comptes distincts de *nominee/comptes omnibus* (dits "compte client") au niveau du DCT et des *owner accounts* détenus au niveau des intermédiaires (participants au DCT ou non).

Selon le Code de commerce, l'émetteur a une relation directe avec l'investisseur final. A cette fin, le DCT fournit à l'émetteur un extrait contenant les informations détaillées des titulaires de comptes pour lesquels les titres sont inscrits, la quantité de titres etc. Dans le cas où les titres sont détenus auprès d'un intermédiaire dans un compte *omnibus*, le Code de commerce prévoit l'obligation pour l'intermédiaire de fournir au DCT à travers son participant les informations détaillées relatives à la personne autorisée à exercer les droits attachés au titre.

Concernant le modèle à échelon unique, les owner accounts au niveau du DCT peuvent être détenus soit par les participants au DCT (banques, courtiers, etc.), qui ont un accès direct à leurs comptes, soit par d'autres investisseurs finaux, qui ne peuvent effectuer d'inscriptions sur leurs comptes de façon directe, mais à travers un participant, qui gère leur compte. En ce qui concerne ce modèle, l'intermédiaire pertinent est, s'agissant d'un compte de titres, le DCT, alors que les participants sont juste des opérateurs de comptes sur une base purement administrative.

D'autre part, dans le modèle à deux échelons, l'intermédiaire pertinent tient les *owner accounts*, alors qu'au niveau du DCT il existe seulement un compte *omnibus*. Si l'intermédiaire pertinent n'est pas le participant au DCT, il gère son compte *omnibus* à travers un participant au DCT. Il n'existe pas d'autres comptes *omnibus* en vertu d'un compte *omnibus*.

Le problème de détermination de l'intermédiaire pertinent résulte de la section 94(3) du *Capital Market Undertakings Act*, qui autorise d'autres niveaux de la chaîne de détention à condition que "le propriétaire des instruments d'investissement inscrits dans un *owner account* est la personne/entité pour laquelle le *owner account* a été établi, sauf preuve contraire". Le *owner account*, qui est juridiquement l'échelon en bas du système, peut en termes pratiques servir de compte *omnibus* pour une entité étrangère. Cette entité peut être inscrite comme le propriétaire des titres détenus sur ce compte tout en tenant son propre registre pour ses clients. Le propriétaire demeure donc inconnu d'un point de vue, ayant la possibilité de prouver sa propriété. D'un autre point de vue, concernant les dispositions relatives à l'inscription décrites plus haut, tous les maillons de la chaîne de détention sont tenus de fournir, sur demande de l'émetteur, au dépositaire de titres des informations sur le propriétaire final.

Cela soulève la question de savoir quel échelon est en réalité l'intermédiaire pertinent et après quel échelon la saisie à l'échelon supérieur est interdite. D'un point de vue juridique, il s'agit de l'éche-

lon au niveau duquel les *owner accounts* sont tenus, car le droit tchèque reconnaît seulement deux niveaux de la chaîne de détention. En pratique, lorsqu'il est prouvé que le propriétaire est une autre entité que le titulaire du *owner account*, l'intermédiaire pertinent peut être loin.

v. Chine

En Chine, *China Securities Depository and Clearing Corporation Limited* (SD&C) est la seule institution fournissant les services d'inscription centralisée, de dépôt, de compensation et de règlement-livraison pour la négociation de titres en bourse. Les investisseurs devraient ouvrir des comptes de titres différenciés à travers SD&C ou son représentant pour inscrire les titres cotés en bourse. De plus, afin d'acheter/vendre les titres cotés en bourse, un investisseur doit placer ses titres sous la garde d'un courtier/conservateur (habituellement il s'agit d'un agent de change ou d'une banque commerciale).

SD&C est chargé de la tenue directe de tous les comptes de titres des investisseurs et de prévoir l'inscription des titulaires de titres pour les émetteurs de titres sur la base des registres de comptes de titres. Il faudrait insister sur le fait que les investisseurs conservent leur statut d'actionnaires et détiennent tous les droits des actionnaires, tels que le fait de participer eux-mêmes à l'assemblée des actionnaires et de recevoir des dividendes et autres distributions de la part des émetteurs. Il existe également des comptes *omnibus* tenus par le SD&C, mais ils sont seulement applicables aux détentions de certains investisseurs étrangers. Par exemple, les investisseurs étrangers peuvent détenir des actions de catégorie B à travers un compte en tant que *nominee* au nom d'un conservateur.

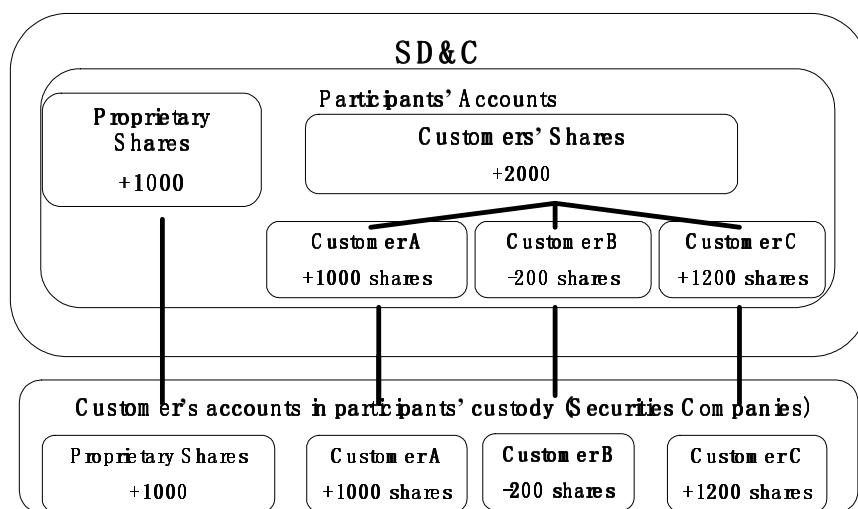


fig. 8 © SD&C

En sa qualité d'institution de dépositaire central, de compensation et de règlement-livraison, SD&C est chargé d'effectuer les inscriptions sur les comptes différenciés selon les investisseurs selon le résultat du règlement-livraison de la transaction sur titres. Les inscriptions effectuées par SD&C ont des conséquences au niveau de la propriété conformément à des dispositions juridiques spécifiques.

La compensation et le règlement-livraison sont exécutés à deux niveaux différents en Chine. Le premier niveau se situe entre le SD&C et ses participants à la compensation et le second entre les participants à la compensation du SD&C (courtier/conservateur) et leurs clients (investisseurs). Sur cette base, le système chinois de détention de titres peut entrer principalement dans la catégorie des modèles de détention directe (à un échelon) tout en rendant subsidiaire le modèle de détention indirect.

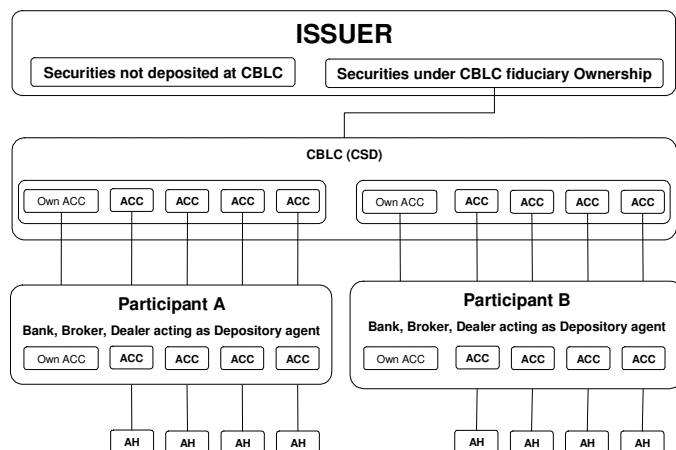
vi. Brésil

1 – Système de détention de titres de capital

La Fig. 9 décrit le système brésilien de détention de titres de capital. Ce modèle de détention est disponible à la fois pour les investisseurs internes et étrangers. Les titres sont inscrits à trois niveaux différents. Le premier niveau est constitué par le registre de l'émetteur, tenu auprès d'une

institution agissant en tant que chargé aux écritures, où les titres non déposés auprès du DCT doivent être inscrits au nom de l'investisseur final.

fig. 9



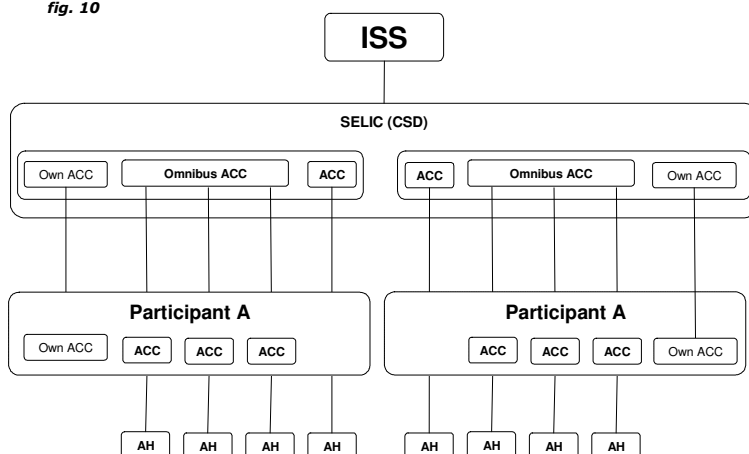
Les titres déposés auprès du DCT (CBLC) – le deuxième niveau – sont la propriété fiduciaire de CBLC juste à des fins de bonne garde. Les registres du CBLC sont complémentaires du registre de l'émetteur de façon à ce que les transferts et gages réalisés au niveau du CBLC complètent ceux effectués dans le système de l'émetteur. Au niveau du CBLC, les titres (même les comptes propres des participants) sont inscrits sur des sous-comptes individuels sous la responsabilité d'un participant. Les règles du droit des sociétés et de la Commission des titres prévoient la base juridique pour cette structure de compte et exigent du DCT d'informer directement les investisseurs concernant leurs détentions, bien que le DCT n'ait pas une relation directe en termes pratiques ou contractuels avec eux.

Seuls les participants peuvent ordonner des inscriptions au débit ou au crédit ou ordonner des opérations sur titres non impératives au nom de leurs clients. Ces participants sont ceux qui tiennent les comptes de titres pour les titulaires en vertu d'une relation directe. L'environnement des participants est le troisième niveau qui reflète les comptes tenus au niveau du DCT. Le nombre de comptes et de détentions dans chaque compte est le même à la fois dans les systèmes du CBLC et des participants. Dans toute la chaîne de détention, bien qu'il existe de nombreux échelons, l'investisseur final est toujours identifié, conduisant à la conclusion que le système de détention de titres sur capital est un "système transparent à échelons multiples".

2 – Système de détention de titres gouvernementaux

Pour les titres gouvernementaux (voir fig. 10), SELIC constitue le DCT qui peut être considéré comme un système mixte. Les titres sont détenus à travers trois différents types de comptes: (1) un compte pour les titres détenus par le participant (compte du propriétaire); (2) un compte ségrégué avec le montant total des titres des clients, qui est considéré par la législation brésilienne comme un compte omnibus; et, (3) des comptes individuels pour les titres détenus par des investisseurs spéciaux tels que les sociétés d'assurances et les fonds d'investissement.

fig. 10



3 – Système de détention du marché des produits dérivés

Le modèle de détention brésilien pour les contrats à terme et contrats d'option (voir fig. 11) est un système transparent à échelons multiples dans lequel les comptes au nom des investisseurs finaux sont entièrement identifiés et reproduits à chaque échelon de la structure, y compris le niveau des participants. Le système d'inscription est centralisé au niveau de la *Derivatives Clearing House* de la *Mercantile and Futures Exchange* brésilienne (BM&F), le système principal de négociation organisée pour les produits dérivés dans le

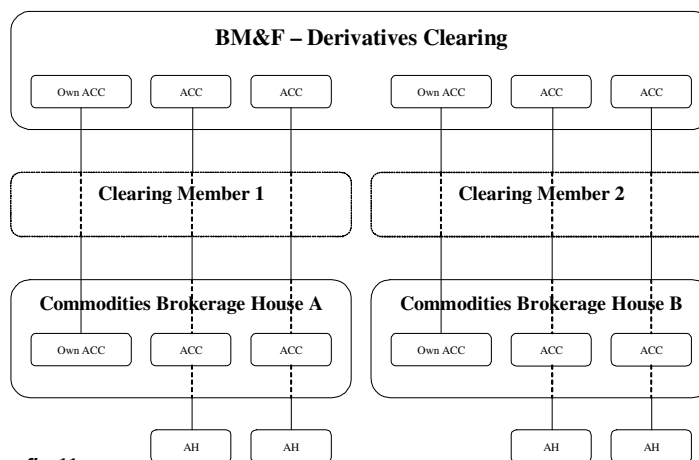


fig. 11

pays. C'est également la contrepartie centrale pour chaque négociation, elle tient donc des comptes pour ses participants (les *commodities brokerage houses*) qui reflètent les comptes ouverts par les investisseurs finaux (clients des participants) et les comptes des propriétaires des *commodities brokerage houses*, tel que cela est montré dans la Fig. Brazil-3.

Actuellement, au Brésil il n'existe pas de titres étrangers détenus dans des comptes locaux. Cependant, si les titres étrangers étaient détenus dans des comptes locaux, les exigences pour l'identification des investisseurs finaux s'appliqueraient toujours.

vii. Argentine

En Argentine, le DCT tient des comptes et sous comptes qui identifient les titulaires de comptes. Les courtiers, banques et autres participants admis sont les opérateurs de compte pour leurs clients, et modifient leurs sous comptes auprès du DCT suivant les instructions qu'ils donnent. Le droit de chaque titulaire de compte est défini comme un droit de copropriétaire sur une masse de titres du même type détenue par le DCT. La propriété du titulaire de compte est conférée par l'inscription sur son sous compte auprès du DCT.

En cas d'insolvabilité des opérateurs de compte ou du DCT, chaque titulaire de compte possède un droit de revendication de sa portion notionnelle de la masse de titres. Un opérateur de compte peut également agir en qualité de titulaire de compte, en ouvrant un compte à son nom auprès du DCT, auquel cas il acquiert des droits de copropriété.

Des doutes ont été exprimés sur le fait que, dans le système argentin, les opérateurs de compte ne semblaient pas être inclus au sein de la catégorie d'"intermédiaire pertinent" tel que défini dans l'article 1(g), dans la mesure où ils ne *tenaient* pas un compte de titres mais le DCT le faisait, à qui les titulaires de comptes finaux pouvaient également directement demander d'effectuer des crédits ou des débits sur leurs sous comptes.

viii. Suède

Dans le système suédois, l'investisseur peut choisir soit de détenir directement les titres auprès du DCT ("système transparent") ou auprès d'un conservateur ("système non transparent" ou plus correctement, un système mixte similaire à celui dans la fig. 3 *supra*). Le système transparent est similaire au système de détention finlandais pour les titulaires de comptes nationaux (voir *supra*),

c'est-à-dire que le titulaire de compte a un compte individuel au niveau du DCT et les inscriptions sur le compte sont effectuées par un opérateur de compte. Comme en Finlande, un actionnaire est automatiquement inscrit sur le registre des actionnaires des émetteurs aux fins du droit des sociétés.

Le système non transparent (ou mixte) fonctionne comme celui illustré dans la fig. 3 *supra*, c'est-à-dire que les intermédiaires tiennent les comptes auprès du DCT. Pour les actions, l'intermédiaire est inscrit sur le registre des actionnaires, mais cette inscription rend clair le fait que l'intermédiaire détient les actions au nom de quelqu'un d'autre. Le fait que l'intermédiaire soit inscrit sur le registre des actionnaires ne lui donne pas droit à participer aux assemblées des actionnaires. Au lieu de cela, son client ("l'investisseur final") doit demander à être temporairement inscrit comme actionnaire sur le registre des actionnaires avant l'assemblée des actionnaires. Après la réunion, l'inscription est supprimée, et l'intermédiaire apparaît ensuite à nouveau comme le titulaire.

De plus, un émetteur d'actions est autorisé à demander au DCT de requérir des intermédiaires qu'ils donnent des informations concernant les actionnaires individuels et leurs détentions.

A la fois le système transparent et le système non transparent (mixte) peuvent être utilisés par les titulaires aussi bien nationaux qu'étrangers. Un seul investisseur peut utiliser les deux systèmes. Dans la mesure où les systèmes transparents et non transparents (mixtes) sont accessibles à la fois aux investisseurs nationaux et étrangers, il n'existe pas de réelle différence entre les situations purement internes et transfrontalières. Néanmoins, en pratique, il est plus commun pour les investisseurs suédois d'utiliser le système transparent que pour les investisseurs étrangers.

2. Quelles catégories de systèmes transparents doivent être spécifiquement traitées dans le futur instrument?

Chaque système décrit plus haut peut être rangé dans une des catégories exposées dans le 1)a)iii) *supra* et dépeint dans la fig. 4. Une caractéristique commune aux trois catégories réside dans le fait que les titulaires de comptes à l'échelon inférieur et leurs détentions individuelles sont reconnues au niveau du DCT ("transparence"). La différence entre ces catégories réside dans les fonctions de l'"entité du milieu" et la structure des comptes, c'est-à-dire que la question qui se pose est de savoir si l'entité du milieu est l'"intermédiaire pertinent" et entre quelles parties il existe un "compte" au sens du texte du projet, voir les définitions de l'article 1(b), (c), (d), (g):

"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 compte propre, et agit en cette qualité;

"intermédiaire pertinent" désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte;

"compte de titres" désigne un compte tenu par un intermédiaire sur lequel des titres peuvent être crédités ou duquel des titres peuvent être débités;

"titulaire de compte" désigne une personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres, que cette personne agisse pour son propre compte ou pour le compte de tiers (y compris en qualité d'intermédiaire);

- Première catégorie

S'agissant des systèmes de la première catégorie (voir fig. 4 *supra*) impliquant des comptes différenciés selon les investisseurs (des parties du système finlandais et suédois constituent probablement les exemples les plus importants), il pourrait être objecté que l'entité du milieu ("opérateur de compte") n'entre pas dans la définition de l'"intermédiaire" et de l'"intermédiaire pertinent" puisque les comptes sont directement tenus au nom du titulaire de compte final par le DCT (on ne peut même pas dire "titulaire de compte à l'échelon inférieur" dans la mesure où il n'y a qu'un seul échelon). Par conséquent, le DCT serait l'intermédiaire pertinent. Il est entendu que cette solution

est également soutenue par le droit local pertinent. Une clarification supplémentaire pourrait s'avérer nécessaire sur les points suivants:

(a) L'opérateur de compte peut tenir un registre à des fins commerciales sur lequel les détentions sont reflétées. Ce registre pourrait être considéré comme étant le compte pertinent. Toutefois, en vertu de la future Convention, un intermédiaire *doit* tenir des comptes pour ses titulaires de comptes; de plus, il est entendu que d'un point de vue juridique, ces registres sont inappropriés pour déterminer à l'encontre des tiers qui est le propriétaire des titres. Par conséquent, cela ne devrait pas poser de problème.

(b) En vertu des systèmes appartenant à la première catégorie, la "tenue" du compte est en quelque sorte partagée entre le DCT (qui fournit l'infrastructure) et l'opérateur de compte (qui a accès à cette infrastructure et gère ce compte). Néanmoins, il est clair qu'il existe seulement un compte unique, celui au niveau du DCT. Il est entendu que, en vertu du même schéma juridique, les investisseurs ont le choix de détenir leurs titres même immédiatement auprès du DCT sans l'aide d'un opérateur de compte. Par conséquent, finalement, la conclusion est que le DCT "tient" le compte et qu'une clarification concernant la signification du terme "tenir" aiderait à éviter une confusion sur ce point.

(c) Il existe un accord contractuel entre l'opérateur de compte et le titulaire de compte qui serait classée comme la convention de compte pertinente, alors qu'il ne semble pas y avoir d'accord contractuel entre le DCT et le titulaire de compte en bas du système. Cette situation semble être incohérente avec les définitions citées plus haut et une clarification supplémentaire serait nécessaire. Néanmoins, cette préoccupation ne peut conduire à conclure que l'entité du milieu est l'intermédiaire, dans la mesure où il n'y a simplement pas de compte de titres à ce niveau.

En conséquence, particulièrement au vu du fait que dans ces systèmes, il existe seulement un compte unique (celui auprès du DCT), il peut être retenu que le DCT est l'intermédiaire pertinent et que l'entité du milieu a une fonction purement administrative. Par conséquent, à toutes les fins de la Convention, y compris la question de la saisie à l'échelon supérieur, la relation pertinente entre le titulaire de compte et son intermédiaire pertinent se rapporte au titulaire de compte final et au DCT. Lorsque cela est nécessaire, cela devrait être clarifié dans le texte du projet et le rapport explicatif.

- Deuxième catégorie

Au sein des systèmes faisant partie de la deuxième catégorie (*voir fig. 4*), le DCT tient un compte pour l'entité du milieu ("participant") qui est divisé en sous-comptes pour les clients du participant. Il existe une série distincte de comptes de clients tenus par le participant pour ses clients qui sont régis par des conventions de compte entre le participant et ses clients. En conséquence, le participant au DCT est l'intermédiaire pertinent du titulaire de compte en bas du système au sens de l'article 1(b), (c), (d) et (g). Au Brésil, par exemple, ce résultat est confirmé par le droit interne. Le fait que toutes les détentions soient reflétées précisément dans les sous-comptes au niveau du DCT est simplement une caractéristique *supplémentaire* et n'altère pas ce qui a été compris précédemment. Par conséquent, ce modèle de détention entre dans le champ d'application normal de l'avant-projet de Convention, et toutes les dispositions du texte pourraient être appliquées sans autre modification ou clarification.

Une autre question est celle de savoir si la saisie à l'échelon supérieur devrait être possible, comme cela est souvent pratiqué, dans les systèmes appartenant à la deuxième catégorie. D'une part, le titulaire de compte en bas du système est identifié au niveau du DCT, y compris les spécifications concernant ses détentions et la saisie à l'échelon supérieur. D'autre part, les *nominees* en bas de la chaîne peuvent priver d'effet la transparence, d'autant plus dès qu'il existe des parties de la chaîne situées dans un autre pays. Dans ce dernier cas, la transparence ne peut être garantie.

Il faudrait souligner, une fois encore, que l'architecture du texte du projet, construite sur la relation entre les titulaires de comptes et les intermédiaires pertinents, peut être facilement appliquée à

des systèmes entrant dans cette catégorie. Seules quelques questions isolées, notamment l'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur, semblent incompatibles.

- Troisième catégorie

Les systèmes appartenant à la troisième catégorie de systèmes transparents (*voir fig. 4*) fonctionnent selon une structure à trois échelons dans laquelle le compte du DCT est confirmé en permanence par le compte de ses participants, y compris un échange de données concernant l'identité du titulaire de compte final et sur ce que sont ses détentions.

Bien que le mécanisme des registres central et détaillé dans son entier soit *considéré* en vertu de la loi comme un registre unique en raison de la synchronisation entre les registres, les participants en vertu de ce système entrent dans la définition de l'«intermédiaire pertinent» comme s'ils agissaient en vertu d'un modèle non transparent. Cela est dû au fait que (i) les participants tiennent en réalité des comptes individuels sur lesquels les titres que les investisseurs possèdent sont détenus, et (ii) le DCT détient à la fois (x) un compte sur lequel les titres que chaque participant possède sont détenus, et (y) un autre compte (ci-après dénommé le «compte des clients») qui reflète *seulement le montant total* des titres détenus par les investisseurs (c'est-à-dire que le montant ségrégué des titres que chaque investisseur détient ne pourrait *pas* être découvert à partir des inscriptions sur le compte des clients à moins que le DCT fasse référence au compte ouvert par chaque participant). En d'autres termes, en vertu des systèmes de la troisième catégorie, le compte ouvert par le participant pour ses clients correspond au compte de titres pour le titulaire de compte en bas du système au sens du projet de Convention, alors que ce n'est pas le cas du compte tenu par le DCT (il s'agit en réalité du compte pertinent pour le participant).

Selon cette considération, il serait possible de considérer le système espagnol de la même manière que le modèle non transparent, car les structures réelles de détention de titres intermédiés en vertu de ces deux modèles sont très semblables, et la différence entre eux existe seulement dans la perspective juridique de deux inscriptions synchronisées.

Une fois encore, l'architecture de base du texte du projet s'accorde avec les dispositions pratiques et juridiques des systèmes entrant dans cette troisième catégorie. Seule l'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur ne pourrait s'appliquer sans modifications des dispositions internes.

3. Méthodes pour inclure les systèmes transparents

a. Clarification concernant l'«intermédiaire pertinent» (seulement pertinente pour la première catégorie)

i. Identique à l'approche de la Convention de La Haye sur les titres

La Convention de La Haye sur les titres aborde la question en incluant des explications supplémentaires concernant le terme «intermédiaire» dans son article 1. Les paragraphes 3, 4 et 5 de l'article 1 traitent différentes situations dans lesquelles il n'est pas certain qu'il faille considérer une «entité du milieu» comme intermédiaire au sens de la Convention ou non (*voir également Goode/Kanda/Kreuzer, Convention de La Haye sur les titres, Rapport explicatif, pp. 40 et ss.*).

Article 1-1c) "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 compte propre, et agit en cette qualité;

Article 1-1d) "titulaire de compte" désigne la personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres;

Article 1-1g) "intermédiaire pertinent" désigne l'intermédiaire qui tient le compte de titres pour le titulaire de compte;

Article 1-3. Une personne n'est pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention pour la seule raison-

a) qu'elle agit en tant qu'agent de registre ou de transfert d'un émetteur de titres; ou

b) qu'elle tient dans ses propres livres des écritures portant sur des titres inscrits en compte de titres tenu par un intermédiaire au nom d'autres personnes pour lesquelles elle agit comme gestionnaire, agent ou autrement dans une qualité purement administrative.

Article 1-4. Sous réserve du paragraphe (5), une personne est considérée, au sens de la présente Convention, comme intermédiaire pour des titres inscrits en compte de titres qu'elle tient en qualité de dépositaire central de titres ou qui sont autrement transférables par voie d'inscription entre les comptes de titres qu'elle tient.

Article 1-5. Pour des titres inscrits en compte de titres tenu par une personne en qualité d'opérateur d'un système pour la tenue et le transfert de tels titres sur les livres de l'émetteur ou d'autres livres qui constituent l'inscription primaire des droits sur ces titres envers l'émetteur, l'Etat contractant dont la loi régit la création de ces titres peut, à tout moment, faire une déclaration afin que la personne qui opère ce système ne soit pas considérée comme intermédiaire au sens de la présente Convention.

Aux termes de l'article 1-3 b) *supra* les entités du milieu dans les systèmes de la première catégorie ("opérateurs de compte") n'entrent pas dans la définition de l'intermédiaire dans la Convention de La Haye sur les titres, dans la mesure où elles gèrent ces comptes dans une qualité purement administrative en tant qu'interface administrative, et des registres supplémentaires concernant les détentions des investisseurs tenus par ces entités ne sont pas considérés comme entraînant d'effets juridiques.

Pourtant, la formulation de certaines dispositions dans le projet de Convention UNIDROIT, par exemple les articles 7.3, 8.1, 9.1.b-c et 16, peuvent poser des problèmes d'interprétation et d'application, même si la clarification précédemment évoquée est faite. Le problème réside dans le fait que même si le compte différencié de l'investisseur se situe auprès du DCT, le titulaire de compte ne donne pas d'instructions directement au DCT. Les instructions sont données à l'opérateur de compte qui effectue les inscriptions sur le fondement d'une législation spécifique. Il pourrait être objecté qu'il n'y aurait pas de problèmes pour appliquer les dispositions précédentes à des systèmes de la première catégorie avec des comptes différenciés selon les investisseurs, par exemple en interprétant que l'opérateur de compte agit pour le compte du DCT. Une autre possibilité serait de reconnaître dans le projet de Convention le rôle de l'opérateur de compte s'agissant des comptes de titres tenus par le DCT. Cela pourrait être réalisé par exemple par une disposition générale énonçant que certaines dispositions concernant l'intermédiaire pertinent peuvent être pertinentes pour les opérateurs de compte ou personnes correspondantes, si cela est prévu par le droit interne non conventionnel.

ii. Définition supplémentaire du "DCT"

Un commentateur n'était pas sûr que la solution proposée d'ajouter une explication à la définition de l'intermédiaire serait utile et n'engendrerait pas de confusion étant donné la complexité de la définition. En guise d'alternative, le commentateur recommandait l'insertion d'une définition du DCT pour le distinguer de l'intermédiaire. En effet, dans tous les systèmes et en particulier dans les systèmes transparents, les DCT avaient un rôle spécifique. L'introduction d'une définition spécifique permettrait la reconnaissance de leur spécificité pour l'article 15 ainsi que pour le reste de la Convention si d'autres questions surgissaient.

b. Déclaration concernant la qualité d'intermédiaire (pertinente pour les trois catégories)

Une autre méthode, proposée lors de la deuxième session du CEG, serait de mettre en place un mécanisme de déclaration en vertu duquel les Etats contractants peuvent désigner des entités qui ne sont pas considérées comme des intermédiaires au sens de la Convention.

Cependant, un simple mécanisme de déclaration conduirait probablement à un patchwork opaque d'entités qui entrent ou n'entrent pas dans le champ d'application du futur instrument. Par conséquent, un mécanisme de déclaration aurait seulement un sens s'il était combiné aux critères objectifs décrivant les caractéristiques des entités qui peuvent être en dehors du champ d'application du futur instrument. La Convention de La Haye sur les titres adopte une approche similaire (avec une portée très limitée) dans son article 1-5 concernant les systèmes dont les inscriptions constituent l'inscription constitutive.

c. Exemption relative à l'interdiction de saisie à l'échelon supérieur (seulement 2^{ème} et 3^{ème} catégorie)**i. Déclaration concernant la non application de certaines dispositions dans certains systèmes**

De façon alternative, la proposition a été faite d'ouvrir certaines dispositions du projet d'instrument à une faculté d'option dans le sens où par exemple l'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur ne serait pas applicable dans certains systèmes ou à certaines entités. Par exemple, un nouveau paragraphe serait ajouté à l'article 15 énonçant que la disposition de l'article 15.1 ne s'appliquera pas aux systèmes transparents dans lesquels existe une connaissance et un contrôle complets des titulaires de comptes et la disposition des titres du compte de titres.

Une difficulté conceptuelle est causée par la variété des dispositions juridiques et pratiques dans les différents systèmes qui pourrait rendre difficile de créer une exemption qui soit formulée de manière à ce que tous les systèmes intéressés soient couverts sans porter atteinte à l'objectif global d'interdiction de la saisie à l'échelon supérieur.

ii. Large interprétation

Dans quelques systèmes, la saisie à l'échelon supérieur est lancée par le DCT qui reçoit l'ordre en premier lieu. Il bloque ensuite les titres correspondants dans le compte différencié de son participant. Il pourrait être examiné d'interpréter cette méthode comme une saisie "réalisée à l'encontre" de l'intermédiaire pertinent (participant), dans la mesure où l'identité de la personne responsable de la *réalisation* de la saisie n'aurait pas d'importance.