



**COMITE D'EXPERTS GOUVERNEMENTAUX D'UNIDROIT
CHARGE D'ELABORER UN PROJET DE CONVENTION
SUR L'HARMONISATION DES REGLES DE DROIT
MATERIEL APPLICABLES AUX TITRES DETENUS
AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE**

Rome, avril 2005

UNIDROIT 2005
Etude LXXVIII – Doc. 20
Original: anglais

*OBSERVATIONS DES GOUVERNEMENTS ET DES
ORGANISATIONS INTERNATIONALES*

*(Observations des Gouvernements finlandais et espagnol, de l'International Swaps and
Derivatives Association, Inc." (ISDA) et de la Fédération bancaire européenne)*

MINISTERE DE LA JUSTICE
FINLANDE

Service de rédaction législative

1^{er} avril 2005

OM 3/86/2005

L'Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT)
Via Panisperna, 28
00184 Roma
Italie

Monsieur,

Suite à la note verbale du 23 décembre 2004, le Gouvernement finlandais souhaite remercier UNIDROIT de la possibilité qui lui est offerte de commenter l'avant-projet de Convention sur les Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus par un intermédiaire (ci-dessous, la Convention) et attirer votre attention sur notre principale préoccupation.

Selon les Notes explicatives, l'objectif du futur instrument est de favoriser la sécurité juridique et l'efficacité économique de la détention et de l'aliénation transfrontalières de titres détenus auprès d'un intermédiaire. L'harmonisation des éléments clés est nécessaire non seulement pour promouvoir la solidité interne du cadre juridique national mais surtout la compatibilité des législations nationales. Il y est également dit qu'une approche rigoureuse a été adoptée dans le projet.

La Finlande approuve volontiers l'approche restrictive donnée à l'harmonisation. Les règles de la future Convention devraient se limiter aux règles strictement nécessaires pour assurer la sécurité juridique de la détention et des transactions transfrontalières. Cela est important non

seulement dans la mesure où il peut s'avérer difficile de parvenir à un consensus technique et politique sur d'autres questions mais surtout car le développement des systèmes de détention ne doit pas être figé dans un modèle spécifique. La technologie de l'information moderne permet déjà de traiter et de transférer des quantités considérables de données en ligne. Ainsi, de longues chaînes d'intermédiaires ne constituent pas le seul moyen de gérer un volume croissant d'activités transfrontalières.

Comme vous le savez, nous appliquons le modèle dit nordique selon lequel les comptes de titres dématérialisés des investisseurs sont détenus auprès d'un Dépositaire central de titres (ci-dessous, DCT). Notre législation sur les inscriptions en compte est en vigueur depuis 1991 et nous pensons que le système est à la fois efficace et fiable (voir l'Annexe ci-jointe pour une description concise du système).

Notre préoccupation actuelle est de savoir si la Convention nous permettra de maintenir le modèle nordique. Il est certain que ce modèle atteint les objectifs établis pour la future Convention, à savoir la sécurité juridique et l'efficacité des détentions de titres et des transactions transfrontalières. Dans l'actuel avant-projet de Convention, le DCT est considéré comme un simple intermédiaire même si la différence entre le modèle nordique et le modèle fondé sur la confusion de titres et la détention à plusieurs niveaux est substantielle. En tant que système plus centralisé, le modèle nordique rend techniquement possible le fait de contrôler et de garder une trace de tout transfert dans les comptes et ainsi d'empêcher la démultiplication de titres ou encore l'inscription en compte de crédits et débits inégaux ou illégaux. Les règles portant sur les conditions et effets juridiques des inscriptions en compte au sein de notre système sont naturellement différentes de ceux du projet.

Avec le modèle nordique, les investisseurs bénéficient d'un niveau de sécurité juridique supérieur à celui que procure l'avant-projet de Convention. Le DCT et ses employés aux écritures (les opérateurs de compte et leurs agents) sont soumis à un régime de responsabilité sans faute pour les pertes provoquées par une inscription en compte incorrecte et à l'égard des titres ne pouvant être contre-passés au propriétaire légitime en raison de la protection accordée à l'acquisition de bonne foi. Il n'est pas nécessaire d'adopter, et il n'y a pas de place pour des règles relatives à l'insolvabilité d'un intermédiaire ou à sa quelque autre incapacité à fournir aux titulaires de comptes leurs titres.

Les développements précédents constituent de simples exemples décrivant le concept juridique qu'il nous semble bon de retenir dans la future Convention. Il est très important de tenir compte des caractéristiques des systèmes nordiques de détention (de titres) lors des prochaines consultations. Et comme cela vient d'être indiqué, le modèle nordique ne met pas en péril les objectifs de la Convention, bien au contraire. En l'absence de chaîne d'intermédiaires, il n'y a pas de problèmes relatifs aux transactions transfrontalières ni de questions concernant la compatibilité de diverses lois. Au cours des négociations à venir, nous serons heureux de vous fournir de plus amples informations sur notre système.

Veuillez agréer, Monsieur, l'expression de mes sentiments les meilleurs

Tiina Astola
Directrice de la rédaction législative

Annexe

DESCRIPTION DU SYSTEME D'INSCRIPTION EN COMPTE FINLANDAIS**Registre d'inscriptions en compte centralisé**

Le système d'inscription en compte finlandais est composé de comptes de titres et de listes des propriétaires des inscriptions en compte. Le Dépositaire central de titres (ci-après dénommé DCT) est une société anonyme agréée par le Ministère des Finances. Les principales obligations du DCT sont le maintien du système central de données, nécessaire au fonctionnement du système d'inscription en compte, le maintien du registre des inscriptions en compte et la conservation des listes des comptes de titres. Le Ministère des Finances approuve les règles du DCT suite à un processus de consultation obligatoire auprès de la Banque de Finlande et de l'Autorité de contrôle financier finlandaise. Seul le Dépositaire central de titres finlandais a été habilité à agir en tant que DCT. Le fonctionnement du DCT est régi par la *loi sur le système d'inscription en compte*, la *loi sur les comptes de titres*, la *loi sur les sociétés anonymes*, la *loi sur les marchés de titres* et la *loi sur les conditions de négociation des titres et des devises ainsi que des systèmes de compensation et de règlement-livraison*.

Le *registre d'inscription en compte* fait référence à un registre tenu par le DCT. Les informations contenues dans les comptes de titres, les inscriptions en compte de titres et les droits et obligations relatifs aux inscriptions en compte ainsi que les titulaires de droits sont consignés dans ce registre. Les *opérateurs de compte* habilités ont le droit de procéder à des inscriptions dans le registre d'inscription en compte. Les *agents* ayant conclu un contrat avec un opérateur de compte ont également le droit de procéder à des inscriptions dans le registre d'inscription en compte au nom de l'opérateur de compte.

Aux termes de la loi sur le système d'inscription en compte, le DCT doit contrôler que le nombre de titres inscrits dans le compte de titres correspond au nombre de titres en circulation. Ainsi, un titre devra être inscrit en une seule fois sur un compte et, d'autre part, devra obligatoirement être inscrit sur un compte. Un contrôle permanent de l'équilibre des comptes évite en amont l'insécurité juridique due à d'éventuelles erreurs (intentionnelles ou non) dans l'inscription, etc. Ce contrôle garantit également qu'un opérateur de compte se trouve toujours en mesure de réaliser les droits inscrits dans son système de comptes au niveau inférieur. Le principe de *paiement contre livraison* est confirmé de manière fiable lors des inscriptions simultanées sur les comptes du vendeur et de l'acheteur.

Propriété directe des titres inscrits en compte

De manière fondamentale, au niveau du DCT, les titres sont inscrits au nom des investisseurs dans des *comptes différenciés selon les investisseurs*, par opposition aux masses de titres fongibles. Ces comptes peuvent comprendre des titres de nature variée. Un investisseur est considéré comme possédant un droit de propriété direct et identifiable sur un titre individuel inscrit sur son compte. Le droit de l'investisseur n'est ni considéré comme un droit de copropriété proportionnel sur une masse de titres ni comme un droit spécial en tant que tel.

Les investisseurs finlandais doivent posséder des comptes de titres en leur nom propre. Juridiquement, les opérateurs de compte du DCT ne dirigent pas leurs propres systèmes de comptes au niveau inférieur. Au lieu de cela, ils gèrent les comptes de leurs clients investisseurs dans le système d'inscription en compte. Ni le DCT ni les autres opérateurs de compte ne sont considérés comme ayant des droits de propriété sur les titres crédités sur le compte d'un investisseur.

Comptes conservés par des *nominees*

Outre les comptes différenciés selon les investisseurs, le système permet aux intermédiaires tenant les inscriptions en compte de titres possédés par un ou plusieurs investisseurs étrangers (non finlandais) de conserver des comptes distincts en tant que *nominees*. Chaque compte contient les informations relatives à l'opérateur qui conserve le compte 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. Aucune restriction ne peut être apportée à l'aliénation ou au nantissement de titres inscrits sur ces comptes.

Inscriptions et publicité

Les *effets juridiques des comptes* incorporés dans le système d'inscription en compte et des *inscriptions* réalisées sur ces comptes sont régis par la loi sur les comptes de titres. La décision d'inscription est prise par inscription effective de cette décision sur le compte de titres en question. Lors de la procédure d'inscription, l'opérateur de compte est présumé examiner les aspects juridiques et la validité de l'inscription en question. C'est l'opérateur de compte qui est compétent pour procéder à une demande d'inscription en compte. Outre cet opérateur de compte, le bénéficiaire d'un nantissement peut demander une inscription, avec le consentement écrit du titulaire du compte.

Les tiers sont fondés à présumer valides les inscriptions en compte. Ainsi, les personnes agissant de bonne foi sont protégées. Une acquisition inscrite dans un compte de titres ainsi qu'un droit relatif à une inscription en compte inscrit sur ce compte sont de rang supérieur à une acquisition ou à un droit non enregistrés sur le compte. Si des sûretés concurrentes résultent de la même inscription en compte, le premier droit inscrit dans le compte de titres est de rang supérieur à un droit inscrit ultérieurement.

Les effets juridiques des inscriptions s'étendent également aux émetteurs de titres. L'acte de l'émetteur découlant d'une inscription en compte, par exemple le paiement de dividendes au titulaire de compte, est considéré comme valable. Dans le même sens, seul un titulaire de compte pourra prendre part à une réunion d'actionnaires.

Grâce au système d'inscription en compte, il est également possible de contrôler en temps réel le délit d'initiés ainsi que de procéder à un contrôle efficace contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

Responsabilité sans faute

La responsabilité sans faute de l'opérateur de compte concernant les inscriptions renforce la fiabilité du système d'inscription en compte. L'opérateur de compte est tenu de réparer les dommages occasionnés par une inscription erronée indépendamment du fait que cela soit dû, par exemple, à sa négligence, à un acte frauduleux du titulaire du compte ou d'un tiers ou même à un défaut technique du système.

Un Fonds pour les inscriptions a été créé afin de garantir la mise en oeuvre de la responsabilité du titulaire du compte. Les opérateurs de compte doivent verser une contribution au Fonds et cela les incite à assurer la régularité des opérations. Le Fonds pour les inscriptions sert à indemniser la partie lésée si un opérateur de compte n'a pas payé une créance avérée et non contestée dont il est redevable selon la loi sur les comptes de titres. L'indemnisation pour une inscription erronée par un opérateur de compte se limite à 25 000 euros pour un investisseur et à 10 millions d'euros pour plusieurs investisseurs.

En conclusion

La fiabilité du système finlandais d'inscription en compte trouve son fondement dans les principaux éléments suivants :

- Premièrement, il n'existe qu'un seul registre central tenu par le DCT, ce qui donne lieu à un contrôle global de l'équilibre des comptes.
- Deuxièmement, un opérateur de compte examinera les aspects juridiques d'une inscription et toute inscription incorrecte de sa part sera sanctionnée sur la base d'une responsabilité sans faute.
- Troisièmement, le système est basé sur la transparence.

M. Francisco Garcimartín Alférez pour la délégation espagnole, le 8 avril 2005

COMMENTAIRES PRELIMINAIRES ESPAGNOLS SUR LA CONVENTION D'UNIDROIT

1. En premier lieu, nous souhaiterions féliciter UNIDROIT pour ses efforts de création de règles communes sur les problèmes relatifs aux systèmes de détention indirecte de titres. Tenant compte du niveau de globalisation atteint par les marchés de capitaux, une Convention internationale sur les règles harmonisées offrirait un système juridique solide réduisant les risques matériels liés aux systèmes de détention indirecte de titres. Nous estimons également que l'approche fonctionnelle adoptée par le texte est un point de départ adéquat, et, par conséquent, qu'elle devrait être respectée tout au long du texte. Ainsi, l'emploi d'expressions pouvant avoir un certain sens juridique dans un système donné, mais pouvant être complètement inconnues dans d'autres (par exemple « *nominee* ») doit être évité.

2. Le commentaire qui suit n'entre pas dans les détails de chaque article du projet. Cela pourrait être prématuré. A notre sens, il est nécessaire d'examiner certaines questions d'ordre général pouvant affecter le champ d'application du projet. Par conséquent, nous commenterons seulement les questions que nous avons jugées utiles de souligner à ce stade du processus.

Nous nous attacherons à examiner dans ce mémorandum quatre points d'ordre général.

3. **Premièrement.** En tant qu'Etat membre de l'UE, nous voudrions souligner l'importance de rendre cette initiative compatible avec les projets menés par les institutions européennes ; notamment, le projet sur la Sécurité Juridique. Il est essentiel que les deux projets soient compatibles. Bien que les particularismes et la portée de chacun d'entre eux doivent être pris en compte, l'harmonisation à un niveau régional (UE) et l'harmonisation à un niveau global ne devraient pas aboutir à des divergences. Nous encourageons donc, dans la mesure du possible, le maintien d'une bonne coordination des aspects techniques de ce projet, sur une base permanente, avec le travail réalisé dans le cadre du projet sur la Sécurité Juridique. Ceci enrichirait les deux projets. En outre, dans la mesure où de nombreuses questions réglées par la Convention relèvent de la compétence de la Communauté, nous devons ajuster notre position avec le reste des Etats membres et nous conformer au – futur – mandat délivré par la Communauté. Par conséquent, tous nos commentaires et positions devront être appréciés à l'aune de cette donnée.

4. **Deuxièmement.** La Convention cherche à offrir un cadre juridique solide pour les systèmes de titres détenus indirectement auprès d'intermédiaires. En principe, nous approuvons cet objectif. Un grand nombre de questions et d'inquiétudes devront être évoquées ; néanmoins, nous considérons que la décision politique de fond sous-tendant les principaux articles est adéquate.

Dans ce contexte, notre inquiétude principale concerne le fait que ce texte semble ignorer l'existence de systèmes juridiques dans lesquels existe un rapport direct entre l'émetteur et le titulaire des titres, y compris en ce qui concerne les titres dématérialisés. Les règles et procédures de ces systèmes permettent au titulaire du compte d'être le propriétaire des titres, et, par conséquent, d'avoir un titre direct et ayant force obligatoire à l'égard de l'émetteur. Le rôle des intermédiaires se limite à fournir la preuve du droit du titulaire. Ce n'est pas uniquement le cas en Espagne, mais également dans beaucoup d'autres pays européens.

En vertu du droit espagnol, lorsqu'un émetteur décide que ses titres doivent être détenus dans le cadre du système espagnol, tous les titres provenant d'une même émission figurent dans les livres du DCT et de ses participants (le DCT tient deux comptes pour chaque participant : un compte pour les titres dont le participant est propriétaire, et un compte « client » reflétant la quantité exacte de titres détenus par le participant dans ses propres livres, pour le compte de ses clients). *Cela est considéré comme un registre unique à deux échelons* (ou un système de

registre unique à deux niveaux) où le DCT, et par représentation ses participants, détiennent cent pour cent de l'émission. Le droit espagnol se fonde sur ce principe fondamental.

En vertu de ce cadre juridique, *les titres (i) inscrits dans le DCT espagnol et (ii) détenus par ses participants, ne font pas partie d'un système de détention indirecte. Ce n'est que lorsque ces titres « quittent l'Espagne » (c'est-à-dire sont détenus à l'étranger par un autre intermédiaire, dans ses propres livres, pour le compte de tiers) qu'ils peuvent être exposés à différents risques pouvant être prévenus d'une autre manière.*

A cette étape préliminaire, nous voudrions souligner que pour l'Espagne, il est extrêmement important que le projet n'interfère pas avec le régime juridique espagnol sur lequel le « système de registre unique à deux niveaux » se fonde. Nous estimons que le texte de la Convention, tel qu'il est actuellement, ne tient pas compte de cette réalité, dans la mesure où la protection accordée aux titres détenus indirectement est généralisée.

5. Troisièmement. Nous aimerions exprimer nos doutes sérieux quant à l'opportunité d'inclure un chapitre dans cette Convention sur les rapports avec l'émetteur de titres. Les problèmes évoqués dans le Chapitre VI sont d'une nature tout à fait différente de ceux qui sont réglés dans le reste du texte. Le contenu de ce chapitre va au cœur des règles du droit interne des sociétés, et sa mise en œuvre pourrait nécessiter de profondes réformes de certains aspects de ce droit interne. Ces questions devraient être exclues du texte de la Convention. Le projet devrait se limiter au droit du titulaire du compte à l'égard des intermédiaires et des tiers, et à l'aliénation de ces droits.

6. Quatrièmement. La Convention tente d'offrir un niveau élevé de protection au fonctionnement des DCT (articles 7, 12 ou 16.1.a). Cela est nécessaire à la stabilité de ces systèmes et des marchés de capitaux en général. Toutefois, le projet actuel ne requiert aucun type de contrôle, de surveillance ou de reconnaissance par les autorités publiques de systèmes tels que les DCT. En principe, nous considérons que cette exigence devrait être ajoutée au texte. Si un DCT doit être protégé par certaines règles (qui ne s'appliquent pas aux autres) un certain « contrôle étatique » ou une reconnaissance est nécessaire. Le même raisonnement pourrait être appliqué aux intermédiaires qui, par exemple, bénéficieront des privilèges accordés par les articles 19 à 22.

ISDA

International Swaps and Derivatives Association, Inc.

One New Change

London EC4M 9QQ

Royaume Uni

Téléphone: 44 (20) 7330 3550

Facsimile: 44 (20) 7330 3555

email: isdaeurope@isda.org

site internet: www.isda.org

PAR COURRIER ET E-MAIL

Le 31 mars 2005

Institut international pour l'unification du droit privé (UNIDROIT)

Via Panisperna, 28

00184 Rome

Italie

A l'attention du Dr Philipp Paech

E-mail : ph.paech@unidroit.org

Messieurs,

Avant-projet de Convention sur les Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire (Etude LXXVIII – Doc. 18)

Je vous remercie pour votre lettre du 31 janvier 2005 nous informant de la première session du Comité d'UNIDROIT d'experts gouvernementaux pour la préparation de l'avant-projet de Convention évoqué plus haut (le **Projet de Convention**) du 9 au 20 mai 2005 et nous invitant à désigner un ou plusieurs observateurs représentant l'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (**ISDA**). Nous sommes heureux d'accepter votre aimable invitation et resterons également en contact pour ce qui concerne les noms de nos observateurs et d'autres arrangements administratifs en rapport avec la session de mai.

Comme vous le savez, nous avons suivi avec grand intérêt cette initiative, ayant apporté nos commentaires dans notre lettre du 6 septembre 2002 sur le champ qui est proposé pour ce projet, dans celle du 11 novembre 2003 sur votre *Position Paper* d'août 2003 sur les Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire, et dans notre lettre du 3 septembre 2004 sur l'avant-projet de Convention publié par UNIDROIT en avril 2004.

ISDA est l'association pour le commerce mondial représentant les participants au secteur des produits dérivés négociés de manière privée, secteur concernant le taux d'intérêt, les devises, les *commodities*, les swaps de crédit et sur rendement d'action (*credit swaps* et *equity swaps*), options et *forwards*, ainsi que les produits apparentés tels que les actions privilégiées convertibles et à taux variable (*caps*), à taux tunnel (*collars*), à taux plancher (*floors*) et les options *swap*. La promotion de la sécurité juridique dans les transactions financières transfrontalières par la réforme juridique constitue une des missions centrales de l'ISDA. L'ISDA a été constituée en 1985 et compte aujourd'hui plus de 600 institutions membres de 47 pays sur 6 continents.¹

¹ Pour de plus amples informations sur l'ISDA et ses activités, veuillez consulter notre site internet <http://www.isda.org>.

ISDA continue d'appuyer cette initiative fortement. C'est un travail important. Nous estimons que les raisons de cette importance sont bien établies dans la deuxième Partie des Notes explicatives (Etude LXXVIII – Doc. 19) (les **Notes explicatives**).

Evidemment, la réforme juridique à cette échelle requiert du temps et nécessite un examen attentif. Nous notons que le Conseil de direction d'UNIDROIT a décidé de commencer les travaux sur ce projet en septembre 2001. Etant donné la taille et l'importance des marchés internationaux de capitaux, il est important que ce projet s'achemine à présent aussi vite que possible vers la conclusion d'un accord international sur ces questions.

Non seulement nous soutenons cette initiative, mais nous soutenons également l'approche fonctionnelle décrite dans la troisième Partie des Notes explicatives, l'utilisation d'un langage neutre et l'importance de s'assurer que l'instrument est acceptable et peut être effectivement mis en œuvre par les juridictions de tous les principaux systèmes juridiques dans le monde. Les Notes explicatives précisent néanmoins qu'il existe des limites à l'approche fonctionnelle et nous sommes d'accord pour dire qu'un équilibre doit être atteint afin de garantir que les objectifs de sécurité juridique et de compatibilité internationale sont réalisés.

A cet égard, quelques articles du projet de Convention font référence à la loi applicable (telle que définie dans l'article 1(3)). Nous estimons que l'interaction souhaitée entre les règles du projet de Convention et la loi applicable n'est pas toujours aussi claire qu'elle pourrait être et nous recommandons que ces références fassent l'objet d'une attention particulière lors de la session d'experts gouvernementaux au mois de mai cette année.

C'est avec plaisir que nous constatons que les points que nous avons soulevés concernant le précédent avant-projet de Convention sont à présent inclus ou reflétés plus clairement dans le projet de Convention. Les Notes explicatives sur le détail de chaque article du projet de Convention sont particulièrement utiles. Certaines de nos inquiétudes persistent, elles sont mentionnées plus bas.

Nous continuons d'insister fortement sur l'importance, notamment, de garantir que les caractéristiques de l'intermédiation de titres ne contrarient pas les attentes raisonnables des participants au marché, par exemple, pour les questions telles que le droit d'un titulaire de compte de percevoir des intérêts ou dividendes ou autres fruits, d'exercer le droit de vote ou d'autres droits sociaux ou d'exercer un droit de compensation à l'égard de l'émetteur des titres dans la mesure où il posséderait ce droit en vertu du système de détention directe. Nous notons que ces questions sont abordées dans les articles 2(1), (3) et 18. L'article 18 revêt une importance particulière du point de vue des marchés financiers.

Un thème correspondant dans nos précédentes lettres de commentaires adressées à UNIDROIT sur ce projet concerne l'importance de reconnaître et de donner effet aux contrats de transfert de titres en garantie. Sur le marché des produits dérivés négociés de manière privée, une proportion considérable de contrats de garanties financières est fondée sur l'approche du transfert des titres, plutôt que sur la constitution d'une sûreté en garantie financière. Dans certaines parties du monde, par exemple, en Europe, c'est l'approche prédominante utilisée pour le commerce transfrontalier des produits dérivés donnés en garantie.²

Nous remarquons que le projet de Convention reconnaît l'existence des contrats de transferts de titres en garantie, par exemple, dans la définition d'« aliénation » à l'article 1(h),³ et toutes les

² Pour des informations statistiques sur les différents types de contrats de garantie financière utilisés dans le marché transfrontalier des produits dérivés négociés de manière privée, voir *ISDA's annual Margin Surveys*. Elles peuvent être consultées sur le site internet de l'ISDA : <http://www.isda.org>.

³ Pour cette raison, nous serions en faveur de cette définition (c'est-à-dire en enlevant les parenthèses) et en ajoutant une définition d'« acquisition », telle que suggérée dans les Notes explicatives.

dispositions relatives aux transferts de titres seront donc clairement appropriées pour de tels contrats. L'article 3 est particulièrement utile à cet égard, notamment, bien sûr, son alinéa 6.

Nous estimons néanmoins que le Chapitre VII, qui comprend les dispositions spécifiques relatives aux transactions portant sur des garanties, devrait être étendu afin de couvrir les contrats de transfert de titres en garantie. Les articles 20 et 21 conserveraient leur pertinence seulement pour les contrats de garanties portant sur des titres, mais l'article 22 s'appliquerait à ces deux contrats à la fois. En outre, un article additionnel devrait être ajouté à ce Chapitre afin de traiter en particulier de la question du risque engendré par la « re-caractérisation » (*recharacterisation risk*) (concernant les contrats de transfert de titres en garantie et pour renforcer le droit interne relatif à la compensation et/ou à la compensation de l'insolvabilité avec déchéance du terme, droit nécessaire pour garantir l'efficacité des contrats de transfert de titres en garantie.

Nous remarquons que cette double approche de protection à la fois des sûretés et des contrats de transfert de titres en garantie se reflète dans la Directive européenne concernant les contrats de garantie financière⁴ ainsi que dans la Convention de la Haye sur les titres⁵.

Nous estimons regrettable qu'il soit nécessaire d'inclure une option de désengagement au Chapitre VII, mais nous en comprenons les raisons, telles qu'établies dans les Notes explicatives.

Comme nous l'avons précédemment constaté dans notre lettre du 3 septembre 2004, nous serions en faveur de l'extension du champ du projet de Convention afin d'inclure les personnes physiques. Nous prenons note de la discussion sur ce point dans les Notes explicatives, et notamment de la suggestion, que nous approuvons, selon laquelle il n'est pas évident qu'une personne physique agissant en tant que constituant de la garantie soit moins protégée en vertu de ce régime. En réalité, une personne physique bénéficierait, comme tout participant au marché, d'une sécurité juridique plus élevée et d'autres avantages procurés par le régime proposé.

Nous n'avons pas l'intention de proposer un commentaire complet sur les questions de rédaction dans cette lettre, mais nous avons pensé qu'il pourrait être utile de mentionner les quelques points suivants :

1. Il serait utile de clarifier la position du fidéicommissaire ou d'un fiduciaire comparable en tant que titulaire du compte en ce qui concerne l'article 2(1). L'alinéa (a) traite du statut du titulaire de compte « final », mais l'article ne dit rien sur les droits du fidéicommissaire ou d'un fiduciaire comparable de percevoir les bénéfices ou d'exercer les droits liés aux titres pour le compte de leurs bénéficiaires.

2. Il pourrait être utile dans une version future des Notes explicatives d'expliquer plus clairement la manière dont la constitution de sûretés est abordée dans le projet de Convention, où elle apparaît comme une combinaison des dispositions des articles 3 et 4 ainsi, éventuellement, que d'autres dispositions du Projet. Les éléments essentiels semblent s'y trouver, mais il serait utile d'avoir une description de la manière dont cela « se tient », en particulier vu l'importance du concept de « contrôle » des titres inscrits en compte au regard de la question de la conclusion d'une opération telle qu'elle est abordée par, par exemple, la Directive européenne concernant les contrats de garantie financière et dans les articles 8 et 9 du Code uniforme de commerce aux Etats-Unis (UCC) (et dans d'autres lois similaires sur la

⁴ Directive 2002/47/EC du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 sur les contrats de garantie financière.

⁵ La Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'intermédiaires, texte adopté par la Conférence de la Haye de droit international privé en décembre 2002 (mais qui n'est pas encore entré en vigueur).

propriété des titres d'autres territoires tels que la Nouvelle-Zélande et les provinces canadiennes).

3. Dans l'article 18(1), il serait peut-être bon de préciser que cette disposition ne s'applique que lorsque le titulaire du compte « agit pour son compte propre » (ce qui conforme au langage utilisé dans l'article 2(1) alinéa (a)).

4. Dans l'article 20(2), est-il nécessaire de qualifier les obligations garanties comme étant des obligations « d'ordre financier » ? Vraisemblablement, toute dette, qu'elle provienne d'une transaction financière, commerciale ou autre, devrait pouvoir être donnée en garantie par un contrat découlant de ces dispositions.

5. De manière générale, nous souhaiterions voir les définitions contenues dans le projet de Convention se conformer le plus possible à celles apparaissant également dans la Convention de la Haye sur les titres. Cette Convention aborde une question fondamentale, à savoir celle de la loi applicable, et pourrait être considérée comme une première pierre du projet de sécurité juridique sur les titres intermédiés. Dans cette mesure, le projet de Convention devrait se construire sur le travail de dans la Convention de la Haye sur les titres et toute problème de sécurité juridique résultant d'incohérences entre les deux documents devrait être, autant que possible, résolue.

Nous souhaitons féliciter le Comité d'étude pour tout le travail réalisé, pour la grande qualité du projet de Convention et des Notes explicatives. C'est avec plaisir que nous continuerons de soutenir ce projet de toutes les façons possibles, par exemple en fournissant des informations supplémentaires ou une assistance à propos de la pratique sur les marchés financiers internationaux. L'ISDA et ses membres continueront à suivre les avancées de ce projet avec grand intérêt. Si vous avez des questions concernant nos commentaires ou souhaitez de plus amples informations, n'hésitez pas à prendre contact avec le soussigné.

Veillez agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de mes salutations distinguées,

Dr Peter M Werner

Directeur pour les questions politiques,
Bureau européen de l'ISDA
pwerner@isda.org

Edward H Murray

Président, ISDA Collateral Law Reform
Group
ed.murray@allenoverly.com

Fédération bancaire européenne
Document inclus dans la lettre datée du 18 avril 2005

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

Fondée en 1960, la Fédération bancaire européenne ('FBE') est le porte-parole du secteur bancaire européen et représente les intérêts de plus de 4500 banques européennes de 26 associations bancaires nationales, employant 2,3 millions de personnes et avec un capital total de plus de 20 000 milliards d'euros.

A. Introduction

La FBE est honorée de l'invitation d'UNIDROIT à formuler des commentaires sur l'avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire (ci-dessous, « le Projet de Convention ») mis au point par le Comité d'étude d'UNIDROIT en décembre 2004.

La FBE estime que l'avant-projet de Convention constitue une contribution importante au travail en cours visant à atteindre un marché des transactions transfrontalières efficace et compétitif à un niveau global.

La FBE estime que l'initiative d'UNIDROIT au niveau international est particulièrement bienvenue compte tenu du travail réalisé par la Commission européenne en la matière. A cet égard, la FBE recommande fortement que ces deux initiatives suivent une approche compatible et contribuent à la création d'un cadre cohérent aux niveaux international et européen.

Les pratiques du marché divergent des systèmes juridiques nationaux dans certains cas, notamment en ce qui concerne l'application des règles – créées pour des biens physiques (instruments sur support papier ou certificats) circulant par transfert réel d'une personne à une autre – à des biens qui ne sont plus mobiles (en raison de leur immobilisation au Dépositaire central de titres) et qui ne sont pas non plus de nature tangible (ils existent sous forme électronique).

Tout en prenant acte des changements pertinents intervenus ces dernières années dans les pratiques du marché à l'égard de la détention et du transfert de titres, la FBE voit le Projet de Convention comme une occasion de garantir la sécurité juridique des transactions pour les différentes parties impliquées dans les systèmes de détention indirecte et à différents niveaux, systèmes qui sont en place dans les principaux marchés et qui sont fondés sur la circulation des titres principalement par inscription en compte.

Partant de ce principe, certaines remarques et modifications au Projet sont proposées ci-dessous.

B. Commentaires spécifiques

1. Champ d'application du Projet de Convention

Les Notes explicatives du Projet de Convention définissent son champ d'application comme établi en fonction d'un critère de nécessité : « **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** ». Puisqu'il est admis qu'une harmonisation complète semble être un objectif difficilement atteignable, aussi bien sur le plan

technique que sur le plan politique, cette approche restrictive du champ d'application du Projet de Convention est ainsi suggérée dans les Notes explicatives⁶.

Tout en admettant que le degré d'harmonisation devant être retenu ne devrait pas aller au-delà de ce qui est faisable et réellement nécessaire, la FBE remarque qu'aucune définition du champ d'application n'est pour le moment spécifiée par le Projet de Convention. Bien qu'une lecture conjointe du titre et du Chapitre de définitions nous laisse supposer que ce dernier ne s'applique qu'aux titres détenus auprès d'un intermédiaire, il serait opportun d'apporter un éclaircissement sur ce point. Nous recommandons également que les parties du texte se référant aux différents « échelons » de la « chaîne » se rapporte à un cadre clair⁷.

Il est également spécifié dans les Notes explicatives⁸ que la nature transfrontalière des transactions ne se révélait pas être un critère efficace de définition du champ d'application du Projet de Convention dans la mesure où cela impliquerait un exercice de classification assez ardu consistant à classer les transactions selon qu'elles aient ou non un élément d'extranéité. La solution pratique retenue consiste donc à étendre le champ d'application aux transactions transfrontalières et à celles qui ne le sont pas.

A cet égard, il convient de souligner que, du point de vue de l'UE, le Projet de Convention vise à régler une matière tombant dans la compétence partagée de la Communauté européenne et des Etats membres. Le Conseil des ministres de l'UE devra définir, pour le mandat de négocier donné à la Commission européenne, la mesure dans laquelle une telle négociation peut être réalisée⁹. Le champ d'application de la future Convention au sein des systèmes juridiques des Etats membres de l'UE dépendra donc du document qui sera finalement adopté par le Conseil de l'UE.

2. Définitions

La FBE insiste en premier lieu sur la nécessité d'assurer une cohérence des définitions parmi l'ensemble des différents niveaux de législation (international, européen, national).

Bien qu'il soit admis que la Convention s'applique seulement aux titres détenus auprès d'intermédiaires, quelques définitions supplémentaires pourraient aider à désigner clairement les différents « échelons » de la « chaîne », notamment une définition de ce que l'on entend par :

- « *Système de compensation et de règlement-livraison* » ;
- L' « *émetteur* » qui joue un rôle vital au sein de la chaîne et doit avoir un contact direct avec l'investisseur/l'actionnaire possédant les titres, surtout dans un environnement dématérialisé. En définissant les droits résultant de l'inscription de titres sur un compte, il conviendrait de régler également ou au moins de définir le lien direct entre le détenteur et l'émetteur de tels titres. Il serait souhaitable de rappeler dans l'article 2.2 l'existence

⁶ Voir p.18 des Notes explicatives.

⁷ Voir p.6 des Notes explicatives. Il convient également de mentionner ce qui est énoncé dans les Notes explicatives page 5, à la note 42, à propos du sens divergent de « système de détention direct/indirect ». UNIDROIT devrait examiner avec attention la question de la compatibilité des définitions utilisées dans le Projet de Convention avec celles des systèmes juridiques nationaux (par exemple, l'Espagne) se référant à l'un ou l'autre des systèmes mentionnés dans la note 42 des Notes explicatives.

⁸ voir p.20 des Notes explicatives

⁹ Plus précisément, en vertu de l'article 133 du Traité de la CE, le Conseil et la Commission européenne seront tenus de garantir que la Convention négociée soit compatible avec les politiques et les règles internes de la CE. En effet, le droit des Etats membres de maintenir et de conclure des accords avec des pays tiers ou avec des organisations internationales n'est pas affecté par le Traité de la CE **dans la mesure où de tels accords sont compatibles avec le droit de la Communauté** et les autres accords internationaux concernés.

de droits directs régissant la relation entre le détenteur des titres et leur émetteur (c'est-à-dire les droits de vote, les droits aux dividendes), en vertu de la loi à laquelle est soumis l'émetteur. Cependant, ceci ne doit pas diminuer l'importance du principal aspect des droits des actionnaires et des émetteurs, à savoir leurs relations mutuelles (article 17). Il faut donc énoncer dans l'article 2.2 que la relation entre le détenteur et l'intermédiaire complète tout au plus la relation fondamentale existant entre le détenteur et l'émetteur, notamment au terme du processus par lequel l'intégrité du compte de l'émetteur auprès de l'opérateur central est garantie par une chaîne d'intermédiaires.

Article 1

En ce qui concerne les définitions spécifiques, la FBE prend acte de la référence faite dans le Projet de Convention aux définitions établies par la Convention de La Haye et avec l'adoption d'une approche cohérente. Cependant, il convient de d'apporter des éclaircissements, notamment dans la définition des titres : le champ des titres intermédiés régis par le Projet de Convention devrait être clarifiée afin de garantir qu'il englobe non seulement les titres au porteur, mais également les titres nominatifs¹⁰.

Nous soulignons en outre qu'une approche plus cohérente de la définition d'« aliénation » aussi bien dans le Projet de Convention que dans les Notes explicatives serait souhaitable ; en effet, dans ces dernières, l'expression « aliénation » est utilisée¹¹ de manière couplée avec « acquisition » et de manière interchangeable avec « débit » et « crédit », tandis que la définition de l'article 1 h) tend à inclure les deux types de transaction en les définissant comme un « transfert de titre ». Nous conseillons que ce point soit clarifié, pourquoi pas en ajoutant une définition d' « acquisition ».

Article 2

La première phrase du paragraphe 1 peut être complétée, après les mots « *confère au titulaire du compte les droits suivants* », par « *y compris lorsqu'il est directement opposable à l'émetteur*¹² », afin de rendre explicite la prise en compte de tels droits directs.

Les articles 13 et 2.2 b) sont destinés à éviter que les droits de l'investisseurs soient opposables à un niveau plus élevé que celui de l'intermédiaire pertinent. Les rédacteurs du Projet de Convention posent la question de savoir si l'article 13, qui contient une obligation de l'intermédiaire à cet égard, est suffisant, ou si au contraire l'article 2.2 b) est également nécessaire. Nous estimons que l'article 2.2 b) est notamment nécessaire pour clarifier le fait que l'investisseur lui-même peut opposer ses droits à l'émetteur.

Plus généralement, si, en vertu du Projet de Convention, les obligations de l'intermédiaire consistant à exécuter les droits de l'investisseur auprès de l'émetteur ou d'intermédiaires de rang supérieur découlent du contrat de conservation de titres, la possibilité de définir également un cadre aux devoirs des intermédiaires sur un fondement réglementaire ou d'une autre manière, par exemple en vertu de la loi applicable, ne devrait pas être écartée. A cet égard, la FBE est favorable à l'ajout de la phrase finale « *et la loi applicable* » à l'article 2.3 b).

¹⁰ Il serait également utile de préciser, vu les définitions de « compte de titres » et d' « intermédiaire », si les titres inscrits sous une forme purement nominative auprès de l'émetteur sont couverts par la Convention et, par conséquent, si l'émetteur qui détient les titres sous forme nominative au nom et pour le compte du détenteur doit être considéré ou non comme un intermédiaire. Cela prend une importance particulière pour les pays où les émetteurs peuvent fournir aux actionnaires un compte de titres « maison » pour des catégories spécifiques de titres nominatifs (par exemple en France, lesdits titres nominatifs purs).

¹¹ Voir p.20 et s.

¹² Une alternative pourrait consister à ajouter, à la fin de l'article 2.1 e) la phrase « *également quand/si elle est directement opposable à l'émetteur* ».

Nous attirons votre attention sur le fait que, afin d'éliminer les divergences existant entre les versions anglaise et française pour l'article 2.3 a), le mot « pertinent » devrait être ajouté à cette dernière afin que les deux versions soient en conformité.

Article 3

L'article 3.3 fait référence à l'opposabilité aux tiers d'une acquisition. La référence aux tiers dans l'actuel Projet de Convention ne précise pas clairement si l'opposabilité aux tiers comprend également l'opposabilité à l'intermédiaire. Cependant, les Notes explicatives¹³ précisent que « *la plupart des législations rendent le droit d'un titulaire de 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.* » Nous suggérons donc que cet article 3.3 règle simplement l'opposabilité de l'acquisition et pas seulement l'opposabilité à l'égard des tiers ou qu'il y soit spécifié que l'intermédiaire est considéré comme un tiers (par exemple « *y compris l'intermédiaire* »).

L'article 3.3 dispose que, outre le crédit de titres sur un compte de titres, aucune étape supplémentaire n'est nécessaire à rendre une acquisition ou une aliénation de titres détenus auprès d'un intermédiaire opposable aux tiers. Cela est cependant en contradiction avec l'article 5.1 qui énonce que le débit ou le crédit de titres sur un compte de titres n'est pas opposable aux tiers à moins qu'il soit réalisé avec l'autorisation du titulaire du compte. En outre, en vertu de l'article 5.2, un débit ou un crédit de titres sur un compte de titres peut être assorti d'une condition.

Il serait ici souhaitable d'énoncer clairement que l'opposabilité de l'acquisition ou de l'aliénation de titres par le titulaire du compte ne dépend pas seulement – alors que ce serait le cas – de leur crédit ou de leur débit sur un compte de titres mais aussi d'autres conditions. En outre, l'article 7 pose une exception à la disposition catégorique de l'article 3.3 en énonçant que certaines règles des systèmes de compensation et de règlement-livraison ont un effet dérogoire.

Dans les Notes explicatives¹⁴, nous ne comprenons pas ce qui suit : « *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, telles que définies respectivement dans les paragraphes 1 et 2, n'implique pas nécessairement que le titulaire du compte acquiert ou perde son droit aux bénéfices de l'investissement, tel que prévu par l'article 2(1)(a).* » Cela signifie-t-il que quelqu'un peut perdre des titres crédités tout en restant le titulaire des droits (aux dividendes) associés à ces titres crédités ? Un éclaircissement des Notes explicatives semble nécessaire.

Enfin, l'article 3.4 tel qu'il est rédigé semble assez peu clair ; nous suggérons de le remplacer par une phrase plus proche de ce qui est écrit dans les Notes explicatives (plus concises) afin que cet alinéa se lise comme suit : « *le crédit ou le débit [de titres] ne dépend pas du fait qu'un débit ou un crédit correspondant puisse être identifié comme ayant été réalisé ou que ce soit [dans la chaîne] ».*

Article 4

En vertu de l'article 4.1 b), une sûreté sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire peut être constituée en faveur d'une personne autre que l'intermédiaire pertinent par identification de titres ou de comptes de titres spécifiques sur lesquels cette personne peut donner des instructions que l'intermédiaire pertinent est tenu de respecter. Le Projet de Convention prévoit également (article 9.1 a)) qu'une sûreté sur des titres constituée de cette manière est de rang supérieur aux sûretés sur des titres créés par le biais de toute méthode différente de ce qui est prévu dans le Projet de Convention et permise par le droit national applicable.

¹³ Voir p. 26, article 2(2).

¹⁴ Voir p. 27, article 3(1) à (4).

Le condition selon laquelle le preneur de la garantie peut imposer à l'intermédiaire pertinent toute instruction contraignante à l'égard des titres/du compte de titres – incluant ainsi la libre aliénation de ceux-ci –, pourrait aller trop loin sans tenir compte de la nécessité pour le constituant de la garantie d'être protégé d'une aliénation inadéquate par le preneur de la garantie. L'objectif visant à protéger les intérêts du preneur de la garantie pourrait être satisfait sans faire du droit de « libre aliénation » une condition à la création d'une sûreté sur des titres elle-même. Dans ce sens, la protection offerte par le type de sûreté constituée sur des titres tel que le nantissement devrait au moins rester disponible. Nous recommanderions également d'évaluer attentivement les conséquences d'un tel droit d'aliénation par rapport aux droits de vote et aux droits aux dividendes liés aux titres sur lesquels est constituée la sûreté.

L'article 4.2 prévoit que la sûreté est *opposable aux tiers seulement si l'intermédiaire pertinent prend les dispositions nécessaires pour révéler l'existence de la sûreté sur le compte de titres et ses relevés*. La FBE invite UNIDROIT à clarifier ce qui est entendu par « dispositions nécessaires » et à vérifier attentivement si cette disposition ne risque pas de contredire l'article pertinent 3.1 de la Directive européenne 2002/47 concernant les Contrats de garantie financière qui empêche les Etats membres d'exiger l'accomplissement de tout acte formel aux fins de la création, de la validité, de la conclusion de l'opposabilité ou de l'admissibilité comme moyen de preuve d'un contrat de garantie financière. A notre sens, si les « dispositions nécessaires » évoquées à l'article 4.2 doivent être entendues comme une identification (par exemple par désignation) dans les livres de l'intermédiaire, il ne devrait pas y avoir de contradiction ; en revanche, tout condition de publicité supplémentaire, telle que l'enregistrement sur un Registre public ou autre toute autre condition similaire, pourrait constituer une atteinte aux dispositions de la Directive européenne.

De plus, l'article 4.2 traite de l'opposabilité de la constitution d'une sûreté à l'égard des tiers. Nous estimons qu'il devrait traiter de l'opposabilité à l'égard de tous. Les conséquences juridiques entraînées par la non opposabilité à un tiers d'une sûreté créée en sa faveur faute de publicité de celle-ci, mais son opposabilité à l'égard de l'intermédiaire, ne sont pas claires. L'expression « *aux tiers* » dans l'article 4.2 devrait être effacée ou alors il faudrait y ajouter une expression spécifiant que l'intermédiaire est considéré comme un tiers (par exemple « *y compris l'intermédiaire* »).

Articles 5 et 6

D'un point de vue général, au vu des titres des articles susmentionnés, l'article 5 traite de l'*opposabilité* et l'article 6 de l'*irrévocabilité* des débits et des crédits. Cependant, ces deux articles ne se réfèrent ensuite qu'à l'*irrévocabilité*, ce qui soulève la question de la distinction des termes *opposabilité*¹⁵ et *irrévocabilité*¹⁶ dans un sens juridique.

En outre, en comparant les deux versions linguistiques, il apparaît que l'article 6 diffère dans la version anglaise et dans la version française : selon la disposition de cet article, le mot « *irrévocabilité* » devrait être traduit par « *irrevocability* » alors que « *finality* » avait été choisi. A notre sens, cependant, une définition correcte de ce que signifie « *irrévocabilité* » fait défaut au Projet de Convention.

Ceci soulève notamment la question de savoir si *irrévocabilité* est supposé désigner le règlement des opérations. Il convient d'éclaircir la position de ces termes par rapport au concept d'irrévocabilité décrit dans la Directive européenne 98/26 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, qui

¹⁵ Voir article 3 de la Directive 98/26.

¹⁶ Voir article 5 de la Directive 98/26.

interprète l'irrévocabilité comme irrévocabilité-*irrevocability*¹⁷ et applicabilité¹⁸, et non comme un arrangement juridique.

En utilisant l'expression irrévocabilité indistinctement pour tous les participants au marché financier (notamment pour les intermédiaires), l'article 6 pourrait ébranler la sécurité juridique dont bénéficient les marchés financiers grâce à l'intégration européenne. En effet, la chaîne prudentielle garantissant que les titres sont effectivement détenus par l'intermédiaire pertinent repose sur le concept d'« irrévocabilité centrale ».

En ce qui concerne l'irrévocabilité-*irrevocability*, ce terme ne devrait pas être employé dans la Convention puisqu'il se rapporte uniquement aux systèmes de règlement-livraison de titres. L'irrévocabilité vise à protéger les participants de tout risque systémique déclenché par l'annulation imprévisible d'une inscription en compte. Le Projet de Convention ne devrait traiter que de la protection des acquéreurs agissant de bonne foi.

En outre, nous remarquons que l'article 5.4 et l'article 5.5 sont difficiles à comprendre et devraient donc être rédigés plus clairement pour éviter des malentendus.

Enfin, les mots « *opposable aux tiers* » devraient être éliminés dans les paragraphes 1 et 2 de l'article 5. Ces dispositions devraient également couvrir l'opposabilité des débits et des crédits dans la relation entre le titulaire du compte et l'intermédiaire.

Des modifications appropriées aux articles 5 et 6 seraient souhaitables.

Article 7

L'article 7 fait prévaloir toutes les dispositions des règles ou conventions régissant le fonctionnement d'un système de compensation et de règlement-livraison destinées à assurer la stabilité du système ou le caractère définitif des aliénations effectuées par ce système. Le fait de faire prévaloir ces dispositions sur celles des articles 5 et 6 n'est vraisemblablement pas suffisant comme le montre notamment l'article 3. Nous apprécions particulièrement le fait que l'article 7 fasse non seulement prévaloir les règles et réglementations mais également les accords de nature contractuelle entre le système et ses participants. Nous recommandons ainsi la seconde option possible dans le Projet de Convention selon laquelle l'article 7 serait rédigé de la manière suivante : « 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 cette Convention ».

Néanmoins, la Convention devrait préciser quelles règles et réglementations sont visées. La formulation actuelle est trop générale. En prenant les définitions et propositions de CPSS/IOSCO, CESR/ECB et d'autres comme fondement, le contenu des règles et réglementations pourrait être décrit de manière plus détaillée et avec des exemples. Cette approche donnerait, d'une part, aux systèmes de compensation et de règlement-livraison la flexibilité nécessaire pour fonctionner de manière sécurisée et efficace et d'autre part, favoriser à la fois l'harmonisation et la transparence.

Afin d'éviter des malentendus dans la pratique, le Projet de Convention devrait également définir ce que signifient les « systèmes de compensation et de règlement-livraison ». A ces fins, il serait conseillé d'inclure une définition dans l'article 1 précédemment mentionné.

¹⁷ Voir l'article 3 de la Directive 98/26.

¹⁸ Voir l'article 5 de la Directive 98/26.

Article 8

UNIDROIT devrait établir une distinction plus nette entre (i) les droits pouvant être exécutés par les titulaires sur leur propre compte et (ii) les droits pouvant être exécutés par les titulaires pour le compte de tiers afin d'empêcher toute saisie de compte détenus pour des tiers au niveau « omnibus ». La définition actuelle d'« intermédiaire pertinent » n'empêche pas en effet la saisie au niveau supérieur dans la mesure où aucun intermédiaire, et notamment ceux détenant un compte au nom et pour le compte de tiers, est qualifié d'intermédiaire pertinent. A cet égard, UNIDROIT devrait s'assurer que les définitions pertinentes sont efficaces et compatibles avec cet objectif tout au long du Projet de Convention.

Article 9

L'article 9 est un article fondamental auquel les articles 3.7 et 4.5 font référence. Nous approuvons l'article 9(3) qui énonce que le rang entre des droits concurrents sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire est déterminé par la loi applicable. Néanmoins, nous constatons que cette disposition est aussitôt limitée par l'article 9(4), aux termes duquel le rang établi par l'article 9(3) peut être modifié entre ces personnes par la volonté des parties. Les Notes explicatives¹⁷ montrent clairement que cela n'est possible que lorsque les intérêts des tiers ne sont pas affectés.

Le Projet de Convention ne contient pas cet éclaircissement, et au vu de l'insécurité juridique de l'accord des parties sur les droits des tiers et des risques systémiques, nous recommandons la suppression de l'article 9(4).

Article 10

Dans la version anglaise, la notion de « ***bona fide acquirer without notice*** » est fréquemment utilisée en vertu du droit anglais et américain, ce qui n'est pas le cas de la notion de « *innocent person* ». Cette notion se rapproche plus de la notion française de « **tiers acquéreur de bonne foi** » et nous ne comprenons pas la raison pour laquelle il n'y est pas fait référence dans la version anglaise de la Convention¹⁸.

Par ailleurs, l'acquisition de bonne foi ne devrait pas être écartée si la constitution d'une sûreté est faite à titre de donation ou de toute autre manière à titre gratuit. A notre sens, il n'y a pas de raison de ne pas protéger un acquéreur de bonne foi si la sûreté est constituée à titre gratuit.

Enfin, nous comprenons la dernière phrase de l'article 10(3), faisant référence à la notion de connaissance, comme signifiant que l'acquisition de bonne foi est écartée si les informations ont été reçues par l'« entité » et ne sont pas correctement transmises au sein de l'« entité ». Cette interprétation devrait être reflétée dans la Convention elle-même ou au moins dans les Notes explicatives.

Article 13

Afin de renforcer les dispositions énoncées dans l'article 7 et de se conformer à la réalité du marché, en raison de laquelle l'opérateur d'un système de compensation ou de règlement-livraison pourrait imposer à un intermédiaire de liquider sa position (et de faire disparaître les

¹⁷ Voir p.30.

¹⁸ Dans le cas de titres dématérialisés, le besoin de sécurité juridique nécessite la mise en oeuvre d'une règle commune dans le but de protéger l'acquéreur de bonne foi. Afin de reconnaître au cessionnaire un droit clair et valable, la protection pourrait être accordée à un cessionnaire si ce dernier n'était pas au fait d'une action en revendication au moment de la réception des titres sur son compte. A cet égard, l'acquéreur devrait être en mesure de s'assurer que les conditions dans lesquelles il reçoit les titres sont, à sa connaissance, claires ou susceptibles de faire l'objet d'un recours.

incohérences), il semble nécessaire d'ajouter la dérogation suivante, aux termes d'un article 13(2)(e) énonçant que l'article 13(1) est soumis aux « *droits de l'opérateur d'un système de compensation et de règlement-livraison en ce qui concerne les conventions avec ses participants* ».

En outre, nous suggérons que les obligations de l'intermédiaire soient complétées par l'insertion d'une règle de responsabilité selon laquelle la responsabilité de l'intermédiaire pour tout manquement à ses obligations, intentionnel ou par négligence grave, ne pourrait être écartée.

Article 14

Il s'agit de constater que les dispositions du Projet de Convention relatives au partage des coûts sont inappropriées et incohérentes (article 14(4) et (5)).

L'article 14 devrait également comprendre une règle par laquelle la comptabilité « client » est distincte de celle du « propriétaire ». Cela empêcherait tout créancier de l'intermédiaire de prendre possession des titres du client détenus par l'intermédiaire. Si les titres inscrits au nom du client sur les comptes de l'intermédiaire ne correspondent pas aux droits que ce client est autorisé à exercer (en particulier lorsque l'intermédiaire est en détresse financière ou en faillite), il devrait être possible de limiter de manière précise cette irrégularité et de la compenser, notamment en achetant ou en empruntant sur le marché. Ce n'est qu'en dernier recours que les droits du client seraient affectés. Par conséquent, du fait que la distinction propriétaire/client doit être faite dans l'article 14, cet article devrait également énoncer les quelques cas très spécifiques dans lesquels les droits du client pourraient être affectés.

L'article 14(6) ne devrait pas prévoir qu'en cas d'irrégularité, le titulaire du compte ne sera pas affecté ; en particulier au regard des droits de vote, ce titulaire de compte ne peut être en mesure de voter si son intermédiaire ne détient pas les titres pertinents auprès d'un DCT, l'émetteur ou un autre intermédiaire. Dans cette situation précise, il y a de fait une création de titres, à moins qu'un programme de prêt de titres ait été mis en place. Cela affecte la sécurité juridique du marché et devrait être clairement limité à une exception restrictive à l'article 14(1).

Article 16

L'article 16 dispose que, dans l'hypothèse où le nombre de titres détenus auprès d'un intermédiaire est insuffisant par rapport aux droits des titulaires de compte ou, dans l'hypothèse où l'intermédiaire est insolvable, la responsabilité des titulaires de compte est répartie au prorata de leur nombre.

Les dispositions se rapportent aux pratiques habituelles du marché, où, par exemple dans les systèmes continentaux, la règle prévoit toujours la protection des titulaires de compte en leur accordant un droit direct, dans la mesure du possible, de transfert de leurs instruments financiers vers un conservateur de titres. Si ce n'est pas le cas, les titres sont répartis proportionnellement entre les titulaires de compte pertinents.

Néanmoins, ce partage de responsabilité peut sembler déraisonnable lorsque la quantité de titres manquante est due au fait que l'investisseur a reçu une créance non recouvrée. Etant donné qu'il pourrait bien être impossible de déterminer en pratique lequel des nombreux crédits reçus quotidiennement a été fait sans provision suffisante, la responsabilité ne devrait pas être partagée sur une base égale dans les cas où cela peut être évité. A notre sens, il serait plus juste de laisser cet investisseur supporter seul les conséquences du manque d'approvisionnement. Pour toute perte ultérieure dans la détention collective de titres, causée, par exemple, par la force majeure, les émeutes, la guerre ou les catastrophes naturelles, une responsabilité au prorata du nombre total d'investisseurs « participant » à l'approvisionnement nous semble être une approche équitable.

Dans l'article 16(2) b), les termes « *de l'ordre ou du moment du crédit ou du débit des comptes de titres respectifs des titulaires de compte* » devraient être remplacés par « *de l'ordre ou du moment où les comptes de titres respectifs des titulaires de compte ont été crédités ou débités* », dans la mesure où, logiquement, le crédit ou le débit précède la répartition des pertes.

Article 17

L'article 17 interdit toute règle de droit interne et toute disposition sur les conditions de l'émission de titres empêchant la détention de titres auprès d'un intermédiaire ou l'exercice effectif de droits par le titulaire du compte résultant de la détention de titres auprès d'un intermédiaire.

En ce qui concerne les règles juridiques internes, les modifications nécessaires devraient consister en une intervention du législateur et devraient être réalisables. Mais il est moins sûr que le même raisonnement doive s'appliquer aux conditions d'émission des titres dans la mesure où cela signifierait que les titres peuvent être seulement émis sous une forme appropriée à une conservation de titres collective.

Alors que la disposition de l'article 17(2) c) serait assez similaire au cadre législatif actuel dans les pays de common law, il s'avèrerait difficile de la mettre en œuvre dans la mesure où les *nominees* ou les fidéicommissaires, ou la distinction entre les *legal* et *beneficial owners*, ne sont pas toujours des concepts existants dans les pays de droit civil.

L'article 17(2) e) énonce que, notamment, toute règle de droit interne imposant des restrictions à la détention de titres ou à l'exercice des droits attachés aux titres en fonction de la qualité ou d'autres caractéristiques ou circonstances relatives à toute personne agissant en tant qu'intermédiaire doit être écartée. Il n'est pas sûr que l'article 17(2) e) soit donc nécessaire à l'harmonisation du droit positif. Cette réserve se fonde sur le fait que la stabilité du système ne peut, par exemple, être assurée que si l'investisseur bénéficie non seulement d'un statut juridiquement sécurisé mais également d'un statut largement indépendant de la situation économique des intermédiaires participants.

Il est par conséquent concevable que le droit interne impose des restrictions aux intermédiaires nationaux en ce qui concerne les intermédiaires étrangers avec lesquels ils peuvent établir des relations commerciales afin de garantir qu'ils n'établissent de relations commerciales qu'avec des intermédiaires étrangers dont la structure et l'activité commerciale n'est pas susceptible d'avoir un effet négatif sur la stabilité du système. Les Notes explicatives (p.11, article 2.2.3) attirent l'attention sur un éventuel effet de dominos sur une chaîne d'intermédiaires si l'un d'entre eux n'est pas en mesure de remplir ses obligations. Surtout dans le cas d'intermédiaires situés dans des pays qui n'auraient pas adhéré à la Convention d'UNIDROIT, le contenu du droit qui leur est applicable est également important afin d'évaluer le niveau de sécurité du système – aussi bien en termes de cohérence interne que de compatibilité. Au vu de ceci, l'article 17(2) e) devrait être abandonné et remplacé par l'ajout au paragraphe 1 d'une restriction concernant les relations commerciales avec des intermédiaires « peu fiables ».

Article 18

Il serait utile de clarifier le fait que cet article 18 traite de l'usage de la « compensation », « *netting practices* » en anglais et non « *compensation* » qui se traduirait en français par « dédommagement ».

Articles 19 à 23

En nous référant à ce qui a été indiqué au Chapitre 1 (champ du Projet de Convention) sur la compatibilité de la future Convention avec le droit communautaire, nous remarquons que les Etats membres de l'UE sont tenus par la Directive 2002/47 sur les contrats de garantie financière et par ses mesures de mise en œuvre à prendre au niveau national. Nous approuvons par conséquent l'option de désengagement laissée aux Etats membres à l'article 23 en ce qui concerne le Chapitre VII.

En tout état de cause, les articles 19 et suivants ne pourraient convenir que si leur portée est limitée aux constituants de garantie qui ne sont pas des personnes physiques. Ces dispositions spéciales ne sont souhaitables qu'à l'égard des constituants de garantie qui réalisent normalement ces transactions à une large échelle sur les marchés financiers, et ceux-ci sont généralement des participants institutionnels au marché financier. La formulation entre crochets à la deuxième ligne de l'article 20(1) devrait donc être adoptée.