



**COMITE D'EXPERTS GOUVERNEMENTAUX D'UNIDROIT
POUR LA PREPARATION D'UN PROJET DE
CONVENTION SUR L'HARMONISATION DES REGLES DE
DROIT MATERIEL APPLICABLES AUX TITRES DETENUS
AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE
Première session
Rome, 9/20 mai 2005**

UNIDROIT 2005
Etude LXXVIII – Doc. 23 rév.
Original: anglais/français
Août 2005

RAPPORT FINAL

Discussion générale

1. Le Secrétaire Général a souhaité la bienvenue aux participants (voir l'Annexe 3) à cette première réunion du Comité d'experts gouvernementaux chargé d'élaborer un projet de *Convention d'UNIDROIT sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire* ("le Comité").
2. Il a décrit le degré exceptionnel de soutien dont cette initiative a bénéficié de la part des milieux concernés. Cela ressortait clairement du souhait du *Group of Thirty*, une organisation internationale non gouvernementale, exprimé dans le cadre de ses travaux sur la compensation et le règlement-livraison au niveau global, de disposer de règles appropriées et applicables aussi bien sur le plan international que sur le plan interne (voir aussi UNIDROIT LXXVIII – Doc. 20 – 22 et l'Annexe 11).
3. Ce domaine faisait déjà l'objet de deux directives de l'Union européenne ("UE"), à savoir la Directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ("la Directive UE sur le caractère définitif du règlement") et la Directive 02/47/CE concernant les contrats de garantie financière ("la Directive UE sur les contrats de garantie financière"), et la Commission européenne poursuivait des travaux de portée plus large au sein de l'espace européen. En revanche le projet de Convention serait d'envergure universelle et devrait tout à la fois compléter et s'articuler avec les travaux de l'Union européenne.
4. Des marques supplémentaires de la nécessité d'un instrument international étaient apparues lors d'une session de réflexion réunissant des autorités régulatrices et des banques centrales. Il en était ressorti qu'il existait des vides dans le droit régissant les transactions internationales sur les marchés de capitaux.
5. La première étape vers l'harmonisation, qui fournissait une réponse appropriée au problème du conflit de lois, était un texte adopté sous les auspices de la Conférence de La Haye de droit international privé ("la Conférence de La Haye"), *la Convention sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire* ("la Convention de La Haye sur les titres"). Bien que la Convention de La Haye sur les titres ait répondu à la nécessité d'établir des règles de conflits de lois claires et cohérentes, l'harmonisation du droit matériel restait nécessaire. Avec les

encouragements, la participation active et le soutien des Gouvernements, des institutions internationales, des praticiens et des universitaires partout dans le monde, le moment était venu d'élaborer un texte de portée globale. Celui-ci fournirait la sécurité juridique nécessaire pour éviter des coûts transactionnels élevés et un niveau inacceptable de risque systémique.

6. Le texte de l'actuel avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire ("l'avant projet") était le fruit de travaux préparatoires importants, de consultations et de missions d'enquête dans de nombreuses parties du monde. Il avait été mené à bien par un Comité d'étude composé à la fois de praticiens et d'universitaires spécialistes des marchés financiers, y compris des marchés émergents. On espérait qu'après d'autres réunions, le Comité d'experts gouvernementaux pourrait achever ses travaux au début de l'année 2007.

7. Le Comité a nommé M. Hans Kuhn de la délégation de la Suisse, Président de la session. La nomination de M. Kuhn a été proposée par la délégation du Canada et appuyée par les délégations du Luxembourg et des Etats-Unis d'Amérique.

8. Après que le Comité ait adopté l'ordre du jour (Annexe 2), le Secrétariat d'UNIDROIT a présenté l'avant-projet de Convention (voir l'Annexe 10) en décrivant ses principaux objectifs, qui étaient d'augmenter la sécurité juridique et l'efficacité économique dans la détention et le transfert de titres sur les marchés de capitaux globalisés. Dans cette optique, il devrait aborder ce qui était considéré être le problème fondamental, à savoir le décalage entre la pratique quotidienne et le régime juridique reposant sur des concepts traditionnels fondés sur la possession du bien matériel et sur l'existence d'une relation directe entre l'investisseur et l'émetteur. De tels concepts ne sont pas appropriés lorsque les certificats sont déposés auprès d'un dépositaire central et que les droits de l'investisseur sur les titres détenus auprès d'intermédiaires sont attestés par des inscriptions en compte.

9. Bien que la question de la détermination de la loi applicable ait été résolue par la Convention de La Haye sur les titres, il fallait désormais faire en sorte que la loi applicable, qui pouvait être cohérente sur le plan interne, prévoie également des solutions appropriées pour les problèmes pratiques soulevés dans le cadre d'opérations comportant un élément transnational. Conscient que des règles de droit matériel harmonisées dans ce domaine pourraient interférer au niveau interne avec des éléments du droit des sociétés, de l'insolvabilité ou du droit fiscal, le Comité d'étude avait tenté de produire un texte fonctionnel et neutre, plutôt que d'imposer une solution juridique déterminée. Dans cette optique, l'élément pivot était constitué par l'inscription en compte de titres et sa reconnaissance comme générateur d'effets juridiques.

10. En considérant la portée et le contenu du texte, le Comité d'étude avait tenu compte des besoins des participants du marché et avait établi une liste des questions que devrait couvrir le projet de Convention. Celles-ci comprenaient l'opposabilité des inscriptions en compte en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire pertinent, la sécurité juridique pour l'investisseur pour ce qui était des fruits découlant des titres, des règles claires en matière de revendications ou de priorités, la protection des intermédiaires vis-à-vis des tiers et le pouvoir de l'intermédiaire de réaliser des compensations nettes. Le Secrétariat a attiré l'attention des participants sur le numéro spécial de la Revue de droit uniforme contenant une série d'articles décrivant les principaux systèmes de détention (voir l'Annexe 4).

11. Le Président a invité les délégations à présenter leurs observations, y compris relativement à la nécessité du projet et à ses orientations.

12. Toutes les délégations qui ont exprimé leur opinion ont fortement soutenu, dans leur principe, les travaux entrepris par UNIDROIT et le texte de l'avant-projet de Convention. Elles ont convenu du fait qu'il compléterait le travail déjà réalisé par la Conférence de La Haye. En ce qui concernait les travaux d'harmonisation entrepris par l'UE, la nécessité d'une articulation avec UNIDROIT a été soulignée.

13. Une délégation, qui s'est dit d'accord sur la nécessité de compléter par des règles de droit matériel harmonisées la règle claire de conflits de lois posée par la Convention de La Haye sur les titres, a estimé qu'il existait un certain nombre de possibilités pour ce qui était de la portée du projet de Convention. A son sens, la bonne approche consistait à limiter le texte aux questions principales, en comblant au niveau international les vides dans les domaines où le droit national présente des lacunes. Si le texte de l'avant-projet n'est peut-être pas satisfaisant à tous les égards, notamment pour ce qui était des références à la "loi applicable", il avait de grands avantages, et ce pour le monde entier.

14. Une autre délégation, qui se félicitait que le texte complète la Convention de La Haye sur les titres (notamment avec les nouveaux Chapitres 6 et 7 qui étaient pour certains participants les plus importants du texte), a souligné l'importance, pour l'avenir des marchés financiers, qu'il opte pour les systèmes modernes de détention indirecte plutôt que pour des formes plus anciennes de détention. Il était fondamental de protéger les marchés contre les risques systémiques. Elle voyait le travail entrepris par UNIDROIT comme une sorte d'extension de la Convention de La Haye sur les titres qui irait dans le sens de sa mise en œuvre rapide. En revanche, elle n'avait pas d'avis arrêté sur la forme finale que devait revêtir le texte, un traité, une loi-type, ou toute autre forme.

15. Une autre délégation, qui admettait que le projet de Convention devait avoir pour objectifs de renforcer la sécurité juridique et de diminuer les coûts des transactions, a néanmoins insisté sur la nécessité qu'elle protège l'investisseur. Elle a estimé que le texte était susceptible de toucher à des domaines du droit national qui protégeaient les investisseurs, et risquait de produire des effets contraires. En particulier, la définition trop large du terme "titres" était pour elle une source d'inquiétude; selon elle, rien ne devrait empêcher les investisseurs de pouvoir exercer leurs droits directement à l'encontre des émetteurs, et le texte devrait être centré sur le principe de l'interdiction des cas d'insuffisance de titres et leur prévention, au lieu de privilégier la répartition des pertes en un tel cas.

16. L'observateur représentant la Commission européenne a souligné la nécessité de parvenir à une solution globale à l'égard de la compensation et du règlement-livraison transfrontaliers, alors que l'UE se trouvait actuellement en phase de préparation d'un cadre juridique européen. Dans ce contexte, il a présenté aux délégués le rôle du *Groupe consultatif et de suivi sur la compensation et le règlement-livraison (CESAME)* et du *Groupe Sécurité juridique*. De plus, la Commission européenne sollicitait actuellement un mandat de négociateur au nom de ses Etats membres dans le domaine de la législation européenne déjà en place. Il a souligné que la Commission européenne de l'UE estimait que les travaux d'UNIDROIT et ceux qu'elle réalisait étaient complémentaires.

17. L'observateur représentant la Conférence de La Haye a souscrit à l'opinion que la Convention de La Haye sur les titres et l'instrument en préparation à UNIDROIT étaient complémentaires et qu'en conséquence les termes et les définitions employés dans l'avant-projet de Convention devraient correspondre autant que possible à ceux de la Convention de La Haye.

18. Un observateur a attiré l'attention du Comité sur des avis récents émis par la Banque centrale européenne (BCE) concernant le rôle de cette dernière en relation avec les systèmes de compensation et de règlement-livraison et la stabilité financière au sein de l'Union européenne.

19. Plusieurs délégations ont indiqué que le futur instrument devrait suivre une approche fonctionnelle ainsi que l'indiquaient les Notes explicatives, c'est-à-dire que ses règles devraient viser au résultat proposé en conciliant les différents principes juridiques existant en matière de titres détenus auprès d'un intermédiaire, et non pas en imposant des concepts juridiques déterminés.

20. Un autre groupe de délégations a attiré l'attention sur le fait que les spécificités des structures juridiques de la détention intermédiaire de titres dans leurs pays, par exemple les structures de détention à niveau unique ou la détention directe, étaient très insuffisamment reflétées dans les débats.

21. Le Président a remercié les délégations pour le large soutien généralement exprimé pour les travaux d'élaboration de la future Convention, et les a invitées à se prononcer sur le champ d'application de l'avant-projet et plus précisément sur la question de savoir quels modèles de détention devraient être couverts par la future Convention.

22. Les expressions sur lesquelles portaient la discussion étaient celles de "détention directe" et "détention indirecte", mais il est rapidement apparu que ces termes manquaient de clarté et que leurs sens supposés n'étaient guère utiles aux fins de la définition du champ d'application du projet. Toutefois, il a été largement convenu que des situations impliquant la possession de certificats matériels et l'inscription directe auprès de l'émetteur seraient clairement en dehors du champ du projet.

23. Plusieurs délégations ont donc suggéré que l'avant-projet de Convention devrait plutôt identifier précisément les circonstances dans lesquelles une personne agit en tant qu'intermédiaire (bien qu'il serait peut-être nécessaire d'adopter des définitions différentes de celles employées dans la Convention de La Haye sur les titres).

24. Les systèmes semblables à ceux des pays nordiques semblaient bien être du ressort de l'avant-projet de Convention puisqu'ils ne sont pas fondés sur la possession physique des titres et qu'ils n'imposent pas non plus à l'investisseur d'être inscrit directement auprès de l'émetteur.

25. Il a été souligné que l'avant-projet de Convention s'attachait à décrire les effets découlant des comptes détenus auprès d'un intermédiaire. Par conséquent, un grand nombre de délégations ont signalé l'éventuel avantage de l'emploi des termes d'"institution pourvoyeuse de comptes" plutôt que "intermédiaire".

26. Une question importante était largement vue comme étant de savoir quelle devrait être l'institution à considérer comme intermédiaire aux termes du projet, le sentiment étant que la grande diversité de situations appelait une solution souple et au cas par cas (voir notamment l'Annexe 12). Par exemple, dans certains cas, l'entité située au niveau le plus haut de la chaîne de détention est considérée, en vertu des dispositions légales ou contractuelles, agir pour le compte de l'émetteur. Dans d'autres cas, ce sont des entités situées plus bas dans la chaîne de détention qui agissent comme agent du détenteur central de titres ("DCT"). Les critères déterminant la qualification d'intermédiaire aux termes du projet restaient encore à définir.

27. Un certain accord semblait exister sur le fait que certaines dispositions du texte ne devraient pas s'appliquer à des systèmes particuliers, par exemple ceux qui ne connaissent qu'un seul niveau d'intermédiaire et dans lesquels les comptes sont non fongibles.

28. Une délégation a remarqué que la démonstration de la possibilité d'élaborer un instrument international qui prévoyait le même ensemble de règles pour tous les systèmes n'avait pas encore été faite. Cette délégation a nourri l'espoir, à l'instar d'autres délégations, que le Comité continue toutefois à examiner tous les systèmes bien qu'il puisse être nécessaire, soit de limiter la portée de l'instrument, soit d'élaborer des règles alternatives pour les différents systèmes.

Article 2

29. Après la présentation faite par le Secrétariat, le Président a invité les délégations à formuler leurs observations sur l'article 2 (voir aussi l'Annexe 5).

30. Plusieurs délégations ont estimé que l'article 2(1)(a) n'était pas clair, notamment la disposition se référant au titulaire de compte lorsqu'il "agit pour son compte propre". Une délégation a suggéré que la disposition était superflue. Une autre a souligné que si elle était reformulée pour viser explicitement la propriété, cela serait contraire à l'approche fonctionnelle que les délégations semblaient privilégier. Une autre délégation a suggéré que l'article 2 devrait englober aussi bien le cas où l'investisseur a la propriété d'un titre que celui où il a une simple relation contractuelle avec l'intermédiaire pertinent. Revenant sur une observation qu'elle avait précédemment formulée, une délégation a fait part de son inquiétude à l'égard du fait que, dans son libellé actuel, l'article 2 semblait être rédigé du point de vue de l'intermédiaire. Elle aurait préféré que l'article soit centré sur les droits de l'investisseur et, à titre d'exception, qu'il accorde à l'intermédiaire pertinent le pouvoir d'exercer les droits de l'investisseur. Ce point de vue n'était pas partagé par toutes les délégations. Une référence a été faite aux situations où les droits de l'investisseur ne peuvent être transférés à travers la chaîne d'intermédiaires. Une délégation a estimé que l'article 2(2)(b) était trop étroit car il ne couvrait pas les situations où il existe un lien direct entre le titulaire de compte ultime et l'émetteur. Elle a également soutenu que le droit prévu par l'article 2(1)(d) de retirer les titres du système de détention pourrait être refusé non pas seulement par la loi applicable, mais également par d'autres règles, telles que celles applicables à l'émission. Enfin, le sens de la référence dans cet article à la "loi applicable" n'était pas entièrement clair. Une délégation, appuyée par d'autres, a suggéré d'opter pour "loi applicable telle que déterminée par les règles de droit international privé".

31. Le Président a ouvert la session du deuxième jour par le résumé de la discussion de la veille sur l'article 2 de l'avant-projet de Convention. La portée de l'article 2(1)(a) a été perçue par certains comme étant trop large. En revanche, l'article 2 pourrait prévoir que le crédit d'un titre à un compte de titres peut constituer opposabilité du transfert sous-jacent.

32. Selon plusieurs délégations, l'article 2 devrait énoncer expressément que le titulaire du compte ultime est titulaire de tous les droits découlant des titres inscrits en leur nom et que tout intermédiaire devrait leur transmettre ces droits. Quelques délégations ont estimé que la description des droits à l'article 2(1)(a) est trop étroite. Quelques délégations ont trouvé la description trop large.

33. Une délégation a exprimé son désaccord puisque, par principe, un intermédiaire n'est pas en mesure de transmettre ces droits. Elle estimait que l'article 2 se référait d'une part à la relation contractuelle investisseur-intermédiaire et, d'autre part, aux droits de l'investisseur sur

les titres et sur les produits (que ceux-ci puissent être exercés contre l'émetteur ou bien contre l'intermédiaire pertinent).

34. Quelques délégations ont approuvé cette analyse. L'une a souligné que dans certains systèmes les droits découlant des titres pouvaient être exercés par le simple bénéficiaire ("*beneficial owner*"), tandis que dans d'autres systèmes, seul le titulaire du compte ultime pouvait les exercer. Cet avis a reçu le soutien de plusieurs délégations. Un grand nombre de délégations ont considéré que les deux systèmes devraient s'inscrire dans le champ d'application de l'avant-projet de Convention, même si toutes ne s'accordaient pas sur la question de savoir si c'était bien le cas selon la rédaction actuelle.

35. Une délégation a estimé que la référence à la "propriété" à l'article 2(1)(a) était incompatible avec l'approche fonctionnelle choisie par le Comité. En outre, la jouissance des droits découlant des titres devrait être traitée ailleurs – peut-être dans l'article 17 – où il devrait être expressément énoncé que non seulement des droits mais aussi des obligations découlent des titres. Cette opinion a été soutenue par d'autres délégations, l'une d'elles ajoutant que l'article 2(1)(a) limitait le pouvoir des intermédiaires de niveau supérieur en ce qu'il ne leur reconnaissait pas la possibilité d'exercer les droits découlant des titres détenus pour des titulaires de compte. D'autres délégations ont soutenu cet avis.

36. Un observateur a remarqué que la formulation "agit pour son compte propre" à l'article 2(1)(a) semblait ambiguë. Elle pourrait être entièrement supprimée. Au terme de la discussion sur l'article 2(1)(a), il a été conclu qu'il était nécessaire de reformuler en partie le texte, mais que cela pourrait avoir des répercussions sur d'autres dispositions de l'avant-projet, et que ce point devrait donc être gardé en suspens. Le Président a ensuite proposé que le Comité procède à la discussion sur les alinéas restants de l'article 2(1).

37. Certaines délégations pensaient que l'article 2(1)(d) était trop étroit puisqu'il concernait uniquement le retrait de certificats matériels du système de détention et non pas le retrait dans les systèmes dématérialisés. Le retrait par instruction du titulaire du compte pourrait être réglementé par les conditions de l'émetteur des titres ou par celles de la convention de compte.

38. Plusieurs délégations et plusieurs observateurs ont souligné l'ambiguïté de l'expression "loi applicable" à l'article 2(1)(d). La Conférence de La Haye a proposé de coordonner un groupe de travail pour examiner cette question. Cette proposition a été accueillie favorablement par le Président qui a invité les délégations à participer de façon informelle au Groupe de travail *ad hoc* sur l'expression "loi applicable".

39. Formulant une observation de caractère général sur le paragraphe 1 de l'article 2, certaines délégations ont indiqué que les droits énumérés ne prenaient pas en considération des exceptions à des droits constitués en vertu du droit des obligations, du droit des sociétés ou d'autres sources. D'autres délégations ont estimé que la liste était suffisante mais que les Notes explicatives pourraient être plus claires. En outre, plusieurs délégations se sont exprimées en faveur de l'énumération, à l'article 2, de droits essentiels, et non pas des exceptions à ces droits.

40. Une délégation a remarqué un certain nombre de défauts dans l'article 2. A titre d'exemple, l'article semblait, de manière inappropriée, requérir de la part des intermédiaires l'ouverture de comptes auprès d'autres intermédiaires; autoriser le retrait de titres même lorsque cela n'était pas permis par la loi applicable et que cela ne prenait pas en considération la portée des clauses de la convention de compte pertinente sur les droits en question. Cette délégation a également suggéré que l'article 2(3) soit remanié de façon à clarifier la portée et les limites des droits en question. En outre, en définissant les obligations de l'intermédiaire, il

faudrait prêter attention à la convention de compte et aux normes commerciales raisonnables, conformément à la loi applicable.

41. Certaines délégations ont estimé qu'il était difficile de comprendre à quels "tiers" faisait référence l'article 2(2)(a). L'opinion selon laquelle "tiers" pourrait viser notamment l'émetteur n'a pas été contestée – mais ceci pourrait dépendre du droit national.

42. D'autres délégations ont estimé que la teneur de l'article 2(2)(b) n'était pas satisfaisante car, dans certains systèmes, il empièterait sur le droit régissant l'insolvabilité et la relation entre investisseur et émetteur. Cette vue n'a pas été partagée par l'ensemble des délégations. Une délégation a montré la distinction claire entre les alinéas (a) et (b) du paragraphe 2. Le premier traite de l'opposabilité des inscriptions en compte, et le second de la prise d'effet de droits découlant des inscriptions en compte. Les délégations ont largement adhéré à l'opinion selon laquelle l'alinéa (b) devrait être conservé, sous réserve d'améliorations rédactionnelles.

43. Sur l'article 2(3)(a), plus d'une délégation a estimé que la future Convention devrait prévoir que "l'intermédiaire pertinent" serait responsable des actions de son intermédiaire au niveau supérieur. Une discussion a suivi sur la question de savoir s'il fallait conserver la référence à la "loi applicable" à l'alinéa (b) du paragraphe 3. Plusieurs délégations y étaient favorables, afin de protéger l'investisseur; d'autres étaient d'avis qu'il n'était pas du ressort de la future Convention d'avoir une fonction de réglementation en protégeant l'investisseur contre l'intermédiaire.

44. Des opinions contradictoires ont été émises sur l'opportunité de conserver la référence à la "convention de compte" à l'alinéa (b) du paragraphe 3.

45. Le Comité a ensuite procédé à l'élection des premier et second Vice-présidents. M. Maxime Paré, de la délégation du Canada, sur proposition de la délégation du Brésil soutenue par les délégations de l'Argentine, du Canada et de l'Espagne, a été nommé premier Vice-président. M. R.S. Loona, de la délégation de l'Inde, sur proposition de la délégation du Japon appuyée par la délégation du Royaume-Uni, a été élu second Vice-président.

Article 3

46. Le Comité a poursuivi la discussion sur la question de savoir si l'avant-projet de Convention devrait énoncer explicitement qu'aucun crédit ne pouvait être réalisé sans un débit correspondant (voir aussi l'Annexe 13).

47. Deux délégations étaient d'avis que la règle posée à l'article 3(4) pourrait avoir pour effet d'encourager les émissions excédentaires de titres, ce qui serait extrêmement dommageable. Plusieurs délégations ont manifesté leur accord. En outre, une délégation a suggéré que les émissions excédentaires devraient être expressément interdites par l'article 3.

48. Ainsi que l'ont expliqué certaines délégations, plusieurs systèmes n'autorisaient même pas le crédit au compte de titres de l'acheteur sans qu'un débit correspondant ait lieu sur le compte du vendeur. Dans ces systèmes, un transfert d'une partie à l'autre est considéré comme constituant un transfert de la propriété du vendeur à l'acheteur.

49. Un grand nombre de délégations ont remarqué que dans d'autres systèmes, toutefois, il est plus fréquent de créditer des titres sans effectuer les débits correspondants, dans la mesure où dans ces systèmes le règlement-livraison s'analyse comme la suppression des droits du

cédant contre son intermédiaire et la création des droits du cessionnaire contre son intermédiaire.

50. Il a été convenu toutefois que même dans les premiers systèmes, le crédit de titres sans débit correspondant était juridiquement possible dans plusieurs hypothèses telles que la compensation, le dépôt initial de titres dans le système intermédiaire et le crédit conditionnel de titres. Par conséquent, plusieurs délégations ont proposé de ne pas inclure de règle interdisant expressément l'«émission excédentaire de titres» dans cette acception large et plutôt non technique, et de laisser cette question à traiter par les dispositions réglementaires, afin de rendre la future Convention compatible avec les deux systèmes. Une délégation a jugé que la future Convention ne visait aucunement à limiter des dispositions réglementaires quelles qu'elles soient.

51. Certains ont exprimé l'opinion selon laquelle la distinction entre les deux systèmes décrits n'était pas en soi une distinction entre un système de détention directe et un système de détention indirecte.

52. Une délégation a demandé comment l'avant-projet de Convention considérerait le débit du compte de titres d'un cédant si le crédit correspondant n'était pas encore effectué. Ainsi que l'ont souligné des délégations, l'avant-projet de Convention ne devrait pas s'appliquer uniquement aux systèmes dans lesquels les intermédiaires concernés étaient propriétaires des titres transférés, mais également aux autres systèmes, dans lesquels le compte du cessionnaire était crédité à titre conditionnel. La future Convention devrait en disposer ainsi, vu son objectif de rendre les systèmes solides sur le plan interne, et pourtant compatibles au niveau transnational. Une délégation a objecté à cette opinion en précisant que les systèmes permettant le crédit conditionnel et ceux qui ne le permettaient pas pourraient ne pas être compatibles.

53. Certaines délégations ont jugé que la relation entre les articles 3 et 5(1) de l'avant-projet de Convention devait être clarifiée puisqu'en vertu de l'article 3, l'inscription en compte ne prenait effet que lorsque les conditions mentionnées à l'article 5 étaient remplies. Une autre délégation a expliqué que l'article 3 était complété par l'article 5, le premier se référant aux conditions techniques d'opposabilité et le second à la validité du crédit.

54. Il semblait que l'article 3 ne laissait pas clairement apparaître si les diverses références à la "loi applicable" désignaient effectivement la même loi. Selon le coordinateur du Groupe de travail *ad hoc* sur l'expression "loi applicable", les trois références de cet article renvoyaient à la même loi nationale.

55. En ce qui concerne la constitution d'une sûreté qui ne se fonde pas sur le transfert d'un droit, certaines délégations ont estimé qu'elle n'implique pas nécessairement un débit de titres. Elles ont proposé que l'article 3(2) soit modifié en conséquence.

56. Le Comité est passé à l'examen de la portée de l'article 3(4).

57. Certaines délégations ont souligné que l'article 3(4) convenait aussi bien à un système fondé sur l'identification ou la traçabilité des titres à travers la chaîne d'intermédiaires qu'à un système fondé sur les comptes omnibus. Même dans le premier type de système, le crédit ne serait pas privé d'effet en vertu de l'article 3(4) puisque celui-ci n'imposait aucune condition (supplémentaire) pour ce qui est de l'opposabilité du crédit. Il ne ferait pas obstacle à ce que le crédit et le débit soient traités comme liés par la loi nationale mais il fournirait une solution lorsqu'une inscription en compte correspondante ne pourrait pas être trouvée. Ce problème

pourrait particulièrement se présenter aux niveaux inférieurs des systèmes de détention indirecte dans une situation transfrontalière. Un observateur a souligné la nécessité que la future Convention tienne compte des systèmes existant dans les pays émergents, et ce même s'ils pouvaient être fort différents d'autres systèmes plus familiers.

58. Une autre situation expressément visée dans le champ de l'article 3(4) est la situation dite *dynamique*, c'est-à-dire le transfert d'un vendeur à un acheteur lorsque aucun des deux n'est membre d'un DCT, de sorte que le transfert s'effectue par le biais d'intermédiaires des deux côtés. Dans la mesure où les crédits et débits intervenant entre les nombreux intermédiaires concernés n'ont pas tous lieu simultanément, il est possible qu'à un moment donné, un certain crédit ne puisse être identifié comme correspondant à un certain débit, celui-là n'ayant pas encore été effectué. Dans l'hypothèse où une procédure d'insolvabilité serait déclenchée à ce moment, il serait alors nécessaire d'appliquer l'article 3(4).

59. Il a été largement reconnu qu'il était souvent impossible de mettre en relation les inscriptions en compte correspondantes. Par ailleurs, les systèmes dans lesquels les crédits conditionnels étaient autorisés ne posaient pas des problèmes si différents. Aucune des deux approches n'était entièrement compatible avec un système fondé sur la mise en corrélation des débits et des crédits.

60. Deux délégations ne pensaient pas que l'avant-projet de Convention suivait une approche fonctionnelle. Selon elles, un système en particulier semblait avantagé.

61. Durant l'examen par le Comité de l'article 3(5), la question s'est posée de savoir si cette disposition appellerait une modification du droit national en ce qui concerne la compensation nette. Il a été expliqué que le projet n'imposait pas l'utilisation de formes particulières de comptes, mais que le droit national ne s'opposerait pas aux effets juridiques de la compensation nette, notamment dans les situations transfrontalières. Concernant l'article 3(7), une autre délégation a souligné que le projet de Convention devrait être compatible avec tous les autres systèmes. Cette opinion n'a pas été partagée par l'ensemble des délégations. On a insisté sur le fait qu'aujourd'hui, l'ensemble du marché ne pourrait fonctionner qu'en présence de systèmes solides et modernes.

62. Des délégations ont également proposé que l'article 3(5) opère clairement des distinctions entre compensation, internalisation et novation. Il a été suggéré que l'internalisation soit incluse dans le champ d'application de ce paragraphe. Quelques délégations ont estimé que les termes "titres de même nature" devraient être clarifiés.

63. Une discussion sur le lien entre le futur instrument et les dispositions réglementaires s'en est suivie. Un observateur a souligné qu'il était difficile de faire une distinction nette entre dispositions de nature réglementaire ou de nature contractuelle. En tout état de cause, l'avant-projet de Convention ne devrait pas tenter d'imposer des conditions d'ordre réglementaire.

64. Une délégation a fourni une explication de certains diagrammes distribués par le Secrétariat en son nom (cf. Annexe 13). Ils illustraient différents systèmes de transferts, à savoir le système dit "étape par étape" (*stage-by-stage*) et le système dans lequel, juridiquement parlant, une seule aliénation avait lieu. Cette délégation était d'avis que les deux systèmes étaient prévus par l'avant-projet de Convention, puisque l'article 3 avait uniquement trait à l'inscription dans un compte de titres. Cette inscription était à la fois nécessaire et suffisante pour réaliser un transfert. L'avant-projet de Convention ne devrait pas contenir de disposition détaillée quant au contenu de l'inscription.

65. Une délégation a jugé que l'article 3(6) était redondant et a proposé sa suppression. Cette délégation estimait que ce paragraphe n'apportait rien d'important à l'article, qui posait les conditions requises pour réaliser un transfert, à titre de garantie ou autre. Cette opinion a été soutenue par plusieurs délégations, qui ont suggéré que les causes possibles d'un transfert de titres soient décrites soit dans l'article premier interprétatif de l'avant-projet de Convention – désormais article 1(h) – soit dans les Notes explicatives.

66. Il a encore été fait référence à l'ambiguïté de l'expression "loi applicable" employée à l'article 3(6). Une délégation a proposé la suppression de cette expression, puisqu'elle était ici employée dans le contexte de la qualification d'un transfert, et qui par principe relevait toujours d'une pure question de conflit de lois. Cette opinion a été partagée par un observateur, qui s'est référé à l'article 2(1)(b) de la Convention de La Haye sur les titres.

Article 4

67. Avant de passer à la discussion sur l'article 4, le Secrétariat a présenté l'origine de cette disposition (voir l'Annexe 14). Elle traitait de la constitution d'une sûreté, soit en faveur de l'intermédiaire pertinent du titulaire du compte, soit en faveur d'autres personnes. Les conditions d'opposabilité devraient être distinguées dans ces deux cas, car l'intermédiaire était déjà titulaire d'un droit sur les biens garantis de telle sorte que les exigences de publicité se trouvaient déjà satisfaites. En cas de constitution d'une sûreté en faveur de parties autres que l'intermédiaire pertinent du constituant de la sûreté, les exigences de publicité pouvaient être remplies par une affectation spécifique des titres concernés ou leur attribution spécifique.

68. Il a été souligné que le terme "instructions" dans l'actuel article 4(1)(b) couvrait également l'aliénation des titres concernés par le preneur de garantie, et que l'on pourrait peut-être faire une référence plus explicite au nantissement traditionnel.

69. Enfin, il a été expliqué que l'article 4(5), qui devait être lu conjointement avec l'article 3(7) et l'article 9, reflétait le fait que, dans certains systèmes, il n'était pas possible de constituer une sûreté sur le compte de titres dans sa globalité.

70. Le Comité a ensuite débattu la question de savoir si l'article 4 devrait expressément couvrir une sûreté par transfert en pleine propriété. Certaines délégations étaient favorables. Une délégation pensait que cela pourrait provoquer des difficultés. Certaines délégations estimaient que l'approche fonctionnelle que l'avant-projet de Convention devait adopter exigeait que l'on englobe la plupart des types de sûretés. Plusieurs délégations ont estimé que les types de sûretés qui devraient relever du champ d'application de la future Convention devraient être énumérés expressément dans l'article 4.

71. Certaines délégations ont estimé que l'article 4 créait un nouveau type de sûreté, ce qui ne devrait pas être l'objet de la future Convention. Elles ont suggéré que l'article 4 ne devrait traiter que des questions relatives à l'opposabilité. Elles ont estimé que l'article 4 devrait opérer une distinction entre la constitution d'une sûreté par une convention de contrôle connue des systèmes de *common law* d'une part, et la constitution d'une sûreté par dépossession ou transfert dans les systèmes de droit civil d'autre part. Cependant, l'opinion majoritaire tendait à dire que l'article 4 posait seulement des conditions d'opposabilité, utilisant pour ce faire dans le texte anglais l'expression "*effectiveness*" qui était plus neutre que "*perfection*". Bien qu'il ait été suggéré que la liste des conditions soit étoffée, il n'y a pas eu d'accord général quant à savoir si elle devrait être exhaustive.

72. Une délégation n'était pas satisfaite de la formulation actuelle de l'article 4(1)(a) dans la mesure où, à son sens, elle ne reflétait ni les pratiques du marché, ni le droit interne. En vertu du droit interne de cette délégation, toute disposition prise par l'intermédiaire concernant des titres sans l'autorisation expresse du titulaire du compte constitue un délit.

73. Certaines délégations ont jugé que l'article 4(1)(a) devrait régir expressément les privilèges conférés par la loi en faveur de l'intermédiaire pertinent. Cette opinion n'a pas été partagée par l'ensemble des délégations. L'une d'elles a estimé que ce type de privilèges relevait de dispositions de droit matériel hors de la Convention et était par conséquent régi par l'article 9. Certaines délégations ont proposé la suppression de l'article 4(1)(a) en raison des divergences de vue entre les délégations sur ce point.

74. Une délégation a exprimé son inquiétude à l'égard du fait que l'article 4(1)(a), lu conjointement avec les articles 4(5) et 9, impliquait qu'une sûreté constituée au bénéfice de l'intermédiaire pertinent du constituant aurait un rang supérieur à celui d'une sûreté constituée ultérieurement au bénéfice d'un tiers. Cela irait à l'encontre du principe de nombreux systèmes où un nantissement avec remise de la chose prend un rang supérieur à celui d'une sûreté conventionnelle sans dépossession.

75. Certaines délégations ont estimé que l'article 4(1)(b) devrait préciser que la convention visée est de nature tripartite, idée qui n'était pas partagée par toutes les délégations. Plusieurs délégations pensaient que l'alinéa (b) devrait être supprimé. Une délégation a estimé que cet alinéa devrait exiger qu'un consentement écrit – par une référence à la "loi applicable" ou d'une autre manière – soit donné pour la constitution d'une sûreté. Cette opinion n'a pas été partagée par toutes les délégations.

76. Certaines délégations ont indiqué que la Directive UE sur les contrats de garantie financière interdit de poser des conditions formelles à l'opposabilité de la sûreté. A leur sens, l'article 4(2) devrait donc être supprimé. D'autres délégations ont proposé sa suppression car il ne fournissait aucune protection supplémentaire aux créanciers, ni ne prévoyait de mesures de publicité supplémentaires suffisantes. Cette idée n'a pas été partagée par toutes les délégations, certaines ayant estimé que cette disposition est appropriée en cas d'insolvabilité. Une délégation a estimé que l'expression "*annotated*" dans le texte anglais était trop vague et que le paragraphe devrait être reformulé afin de la rendre plus explicite.

77. Une discussion sur le degré de contrôle du constituant de la sûreté et de son preneur s'en est suivie. Une délégation a affirmé que le contrôle accordé au preneur de la sûreté sur les titres concernés devrait être aussi restreint que possible (contrôle "positif") et que le projet de Convention ne devrait pas permettre que le constituant de la sûreté bénéficie d'un contrôle "négatif". Une autre délégation a proposé qu'une référence expresse soit faite à cette distinction à l'article 4(1)(b).

78. Une délégation a estimé que l'article 4(3) devrait inclure une condition concernant les contrats de sûreté déjà conclus. D'autres délégations ont estimé que cette disposition devrait être rendue plus claire. Elles se demandaient s'il imposait aux Etats contractants de permettre la constitution de sûretés sur les comptes de titres. Il n'y a pas eu de consensus sur la question de savoir si cette disposition devrait soumettre les Etats contractants à une telle exigence. Plus généralement, un soutien a été exprimé pour une disposition qui prévoirait la possibilité que soit constituée une sûreté sur la globalité d'un compte de titres.

79. Quelques délégations ont proposé que l'article 4(4) soit reformulé car il était perçu comme étant trop général. Tel qu'il était actuellement rédigé, il ne tenait pas compte du fait que

les conditions simplifiées d'opposabilité d'une sûreté pourraient ne pas être possibles pour toutes les catégories de parties, notamment les consommateurs. Peut-être qu'il faudrait assortir cette disposition d'une possibilité d'exclusion (*opt-out*).

80. Des délégations ont proposé que soit supprimée la référence à l'article 9 dans l'article 4(5). Une délégation a proposé de supprimer complètement le paragraphe 5.

81. En conclusion des débats sur l'article 4, un participant a souligné que cette disposition ne devrait pas faire obstacle à l'application de la Directive UE sur les contrats de garantie financière qui allait plus loin que l'article 4. Cette idée a été soutenue par plusieurs délégations.

82. Le Président a annoncé que M. Kanda, de la délégation du Japon, présiderait le Comité de rédaction, avec M. Guy Morton (Royaume-Uni) et M. Michel Deschamps (Canada) comme co-Présidents. Les membres du Comité comprendraient des représentants des délégations d'Allemagne, de Belgique, du Chili, du Danemark (ou d'un autre pays nordique), des Etats-Unis d'Amérique, de France, du Luxembourg et de Suisse. Le Président serait libre d'inviter des observateurs et de prendre toute autre disposition concernant l'organisation des travaux.

Article 5

83. Le Secrétariat a fait une présentation générale de l'article 5. Son paragraphe 1 énonce la nécessité que le titulaire du compte donne son autorisation pour qu'un transfert de titres soit opposable. En prenant les débits et les crédits effectués par les intermédiaires pertinents comme point de départ, une telle condition a été jugée nécessaire à la protection de l'investisseur. L'article 5(2) permet le crédit conditionnel. Bien que le crédit conditionnel soulève des questions relatives aux risques systémiques, les participants au marché ont estimé que dans un premier temps une telle disposition était nécessaire. Le paragraphe 3 se réfère à la contre-passation d'un crédit pour tout motif prévu par la loi applicable. Le paragraphe 4 renvoie à la contre-passation en cas d'acquisition par une tierce partie. Un ancien membre du Comité d'étude a ajouté que l'actuel projet d'article 5 résultait d'un dilemme: il s'agissait de savoir si la sécurité juridique des inscriptions en compte de titres devait être prioritaire par rapport à la non-opposabilité des crédits et des débits erronés. Le Comité d'étude a jugé que cela ne devrait pas être le cas.

84. Une délégation a jugé que l'expression "autorisation" devrait être reformulée afin d'inclure une autorisation standard telle que celle qui pourrait être accordée à l'intermédiaire dans la convention de compte. Une autre délégation a souligné qu'il était possible dans certains systèmes qu'un débit soit effectué sans l'autorisation préalable du titulaire du compte – par exemple dans le cas d'un privilège légal. D'autres délégations ont jugé que ces questions devraient être laissées à la compétence du droit interne, hors la Convention. Une autre a estimé que cet article devrait mentionner l'hypothèse d'un représentant agissant sans l'autorisation requise.

85. Plusieurs délégations ont estimé que l'expression "opposable aux tiers" devrait être supprimée, car elle impliquait que le crédit ou le débit pourraient n'être pas opposables à l'intermédiaire pertinent.

86. Deux délégations ont suggéré de fondre les paragraphes 2 et 3.

87. Le Comité a conclu ses débats sur l'article 5(1) (voir aussi l'Annexe 7) par un soutien général en faveur du maintien du paragraphe. L'avant-projet de Convention devrait expressément exiger que l'intermédiaire soit habilité à effectuer des inscriptions. Cependant toutes les délégations ne s'accordaient pas sur le sens à donner au terme "autorisation". Une délégation a indiqué que pour certains systèmes de droit civil, deux éléments étaient requis pour

rendre opposable le transfert de propriété: le transfert mais également la validité du contrat. Le paragraphe 1 semblait prévoir le transfert mais non la validité du contrat correspondant.

88. Des délégations reconnaissent l'importance de cette question, mais le principe que l'avant-projet de Convention devait tenter d'entériner était la fiabilité des inscriptions en compte. Il faudrait peut-être s'écarter des concepts traditionnels dans l'intérêt de la sécurité juridique des inscriptions en compte indépendamment du contrat sous-jacent entre l'auteur et le bénéficiaire du transfert.

89. Sur un point particulier, plusieurs délégations ont soutenu la suppression des termes "[opposable aux tiers]" et ont convenu que le comité de rédaction devrait donner un sens plus large au concept d' "autorisation".

90. Au cours de la discussion sur l'article 5(2), l'observateur représentant la Commission européenne a remarqué que le paragraphe contenait la première référence faite dans le texte à un "système de compensation et de règlement-livraison des titres". Pour sa part, l'UE adoptait une approche fonctionnelle dans la définition, en retenant ce que sont les fonctions du système. La Directive UE sur le caractère définitif du règlement laissait la désignation aux Etats, et s'appliquait aux systèmes désignés par les Etats membres à cet effet. Il préconisait que l'Union européenne et le Comité gardent à l'esprit la nécessité que les deux textes soient compatibles.

91. Lors de la discussion de l'article 5(2), une délégation s'est dite d'accord avec la distinction faite entre "crédit ou débit" et l'"identification". Une "identification" pouvait ne donner lieu ni à un crédit ni à un débit. Quant à la "condition", si elle était entendue seulement comme visant des conditions de nature contractuelle, il faudrait l'étendre pour inclure des conditions de nature légale.

92. Concernant l'article 5(3), une délégation a demandé ce que signifiait l'expression "pour tout autre motif" s'agissant de la contre-passation d'un crédit ou d'un débit de titres. D'autres délégations ont expliqué que le Comité d'étude avait reconnu qu'il n'était pas expert pour tous les systèmes nationaux et n'avait pas souhaité que le texte interfère involontairement sur le droit national. Cette expression était destinée à garantir la sécurité juridique et la protection de l'investisseur final. La préoccupation centrale était la sécurité des comptes de titres. Au delà, la future Convention ne devrait pas chercher à empiéter sur le droit matériel des Etats contractants. Les délégations ont généralement convenu que le paragraphe 3 devrait néanmoins faire référence aux termes de la convention de compte, laquelle, en général, prévoyait les conditions dans lesquelles une contre-passation pouvait avoir lieu. Néanmoins, un consensus n'a pas été atteint sur la question de savoir si l'expression "pour tout autre motif" incluait des questions telles que la validité ou autre du contrat sous-jacent ou toute prescription d'interdiction de caractère public, sans qu'il soit nécessaire de la préciser davantage. Des questions telles que la responsabilité découlant de la relation entre le titulaire du compte et l'intermédiaire devaient être traitées par les différents Etats conformément à leur droit interne. Le texte ne devrait pas régler ces questions. En ce qui concernait la référence à "la loi applicable", elle signifiait dans ce contexte "le droit interne non conventionnel pertinent" (qui pourrait ne pas être le droit régissant la relation contractuelle entre le titulaire du compte et l'intermédiaire). Le Comité est convenu que le Comité de rédaction devrait réexaminer la structure des paragraphes 2 et 3. Quant au contenu et à la structure, une délégation a suggéré que la seconde partie du paragraphe 3 contenait une règle de priorité, modifiée par les paragraphes 4 et 5. Une simple référence aux règles de priorité du système de compensation et de règlement-livraison pourrait suffire. En effet, des règles spéciales pourraient n'être pas nécessaires – une règle générale de priorité et sur l'acquisition de bonne foi pourrait être suffisante.

Article 6

93. Le Secrétariat a ensuite présenté l'article 6. Sa fonction était d'établir de façon certaine le moment de la prise d'effets des inscriptions en compte. Des délégations qui n'étaient pas convaincues qu'il fût nécessaire, ont suggéré qu'il soit incorporé à l'article 5. Bien que son intitulé laisse entendre davantage, il énonçait simplement l'évidence.

Article 7

94. Le Comité a examiné brièvement les dispositions contenues à l'article 7. Les délégations étaient généralement en faveur du principe qu'il établissait, mais des aspects comme le degré et la nature des règles qui pourraient régir de futurs systèmes de compensation ou de règlement-étaient, tant au sein de l'UE qu'à d'autres niveaux, encore loin d'être clairs. Les délégations sont convenues qu'un examen détaillé de son contenu devrait être reporté.

Article 8

95. L'article 8 a ensuite été présenté par le Secrétariat. Contrairement à l'article 2(2)(b) qui traitait des droits du titulaire du compte à l'égard de l'intermédiaire pertinent, l'article 8 traitait de la saisie à l'encontre de tout intermédiaire à l'échelon supérieur (le concept de "saisie" ayant été défini de façon aussi large que possible). On ne pouvait pas supposer qu'un intermédiaire au niveau supérieur dispose des informations concernant les titres détenus par un investisseur donné. Le fait de geler des titres au niveau supérieur aurait des conséquences injustifiées sur l'ensemble du compte de titres et pourrait même affecter l'ensemble du système.

96. Le principe que l'article visait a reçu un vaste soutien. Les comptes omnibus ne devraient pas pouvoir faire l'objet de saisies. Une délégation a décrit cet article comme étant une disposition limitée et ciblée, qui, à sa connaissance, n'avait jamais fait l'objet d'une application pratique. Il était cependant entendu que la question de savoir si et de quelle façon l'article devrait être appliqué au système de détention directe, ce qui pourrait permettre l'identification au niveau supérieur, appellerait un examen supplémentaire et peut-être une reformulation en conséquence. Toute exception à la règle qui serait prévue pour un tel système ne devrait peut-être pas être automatique. Il ne devrait y avoir d'exception que lorsque tous les comptes ont été organisés de manière à assurer la transparence en vertu du système. En termes rédactionnels cela pourrait être exprimé par "Sauf si la loi en dispose autrement", plutôt que par référence à la possibilité de l'identification. Toutefois, il a été signalé que toute reformulation doit prendre en considération l'éventualité de questions complexes de priorités pouvant surgir lorsque une saisie est autorisée à un niveau autre que celui de l'intermédiaire pertinent dans plusieurs hypothèses. D'autres suggestions rédactionnelles ont été faites par les délégations à l'intention du Comité de rédaction. Parmi celles-ci se trouvaient des questions générales telles que l'importance du contexte transfrontalier dans lequel il pouvait y avoir des connexions entre les systèmes de détention directe et indirecte, et des questions plus spécifiques comme la définition de la "saisie".

Article 9

97. Le Secrétariat a ensuite présenté l'article 9. Il y avait des raisons impératives pour inclure une règle de priorités pour les transactions transfrontalières. Il s'agissait de prendre en considération des droits soumis à deux régimes différents – celui que l'avant-projet de Convention établira et les systèmes nationaux déjà en place. Pour les droits résultant des articles 3 et 4, la règle était relativement simple. De tels droits étaient de rang supérieur aux autres, et entre eux, étaient soumis à la règle "premier arrivé, premier servi". Les droits créés

en vertu de transactions soumises au droit interne non conventionnel prenaient rang conformément à ce droit. Pour l'article 9 voir aussi l'Annexe 7.

98. Quant à la portée telle qu'elle est décrite dans le paragraphe 1, une délégation l'a jugée peu claire. A son sens, elle devrait concerner un nantissement, un privilège ou une sûreté, mais pas d'autres formes d'aliénations comme un transfert en pleine propriété. Il a été convenu que la discussion serait facilitée par des exemples de situations typiques illustrant la portée et le fonctionnement souhaités de la règle. Ils mettraient en lumière l'objectif de la règle, à savoir la reconnaissance de la supériorité du rang de l'intermédiaire sur celui d'un tiers créancier. Dans le cadre des travaux sur le libellé du texte, il faudrait garder à l'esprit non seulement que l'article 9 (et l'article 10) s'applique aux transactions soumises aux articles 3 et 4, mais que de tels transferts pourraient intervenir à différents niveaux.

99. Dans le contexte des paragraphes 2 et 3 (faisant référence à la "loi applicable"), le Comité a entendu la présentation du coordinateur du Groupe de travail sur la loi applicable, M. Christophe Bernasconi, représentant de la Conférence de La Haye. Le Groupe espérait avoir pu établir une base claire et solide sur laquelle l'avant-projet de Convention pourrait se référer à la "loi applicable". Le Groupe a indiqué les grandes lignes de sa discussion dans un document de travail qui est reproduit en Annexe 6 au présent rapport. En particulier pour ce qui était de l'article 9(2), certaines délégations préféraient la formule "droit interne non conventionnel" (quoique, dans la mesure où elle se référait à la Convention de La Haye sur les titres qui excluait les privilèges légaux, la formule "loi applicable" aboutirait au même résultat).

100. La discussion sur l'article 9 s'est poursuivie par une explication des accords de renonciation volontaire à un rang supérieur, qui a été donnée par les délégations des systèmes juridiques nationaux dans lesquels ils étaient courants.

101. Une délégation a présenté un certain nombre de situations type illustrant diverses questions de priorité en relation avec l'article 9 de l'avant-projet de Convention (voir l'Annexe 15). Celles-ci ont été discutées par le Comité.

102. Dans la première situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds A en vertu du droit interne non conventionnel. Par la suite, ce titulaire de compte constituait une sûreté sur les mêmes titres au bénéfice du Bailleur de fonds B en vertu de l'article 4(1)(b) de l'avant-projet de Convention. La question se posait de savoir qui du Bailleur de fonds A ou du Bailleur de fonds B avait un rang supérieur à l'autre. Il était probable que ce soit le Bailleur de fonds B, conformément à l'article 9 tel qu'il était actuellement rédigé. L'opinion prévalente était que c'était là la solution juste.

103. La raison de conférer au Bailleur de fonds B un rang supérieur tenait à l'importance décisive reconnue à l'inscription en compte, sur quoi était centré l'avant-projet de Convention, au détriment des sûretés constituées sur des titres sans inscription en compte. Cet avis a été soutenu par plusieurs délégations. Une autre délégation a fait observer que si l'on ajoutait dans la liste détaillée de l'article 4(1) une autre mesure d'opposabilité de la sûreté, un droit rendu ainsi opposable aurait le même rang que celui du Bailleur de fonds B conformément à l'actuelle version de l'avant-projet de Convention.

104. Certaines délégations ont répété le fait que les conditions de publicité visées à l'article 4 devraient encore être précisées, mais qu'elles n'ajoutaient aucune protection supplémentaire, puisque les intermédiaires ne dévoilaient pas les sûretés constituées sur les comptes de titres qu'ils tenaient.

105. Dans la deuxième situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds A en vertu du droit interne non conventionnel. Par la suite, ce titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice de son intermédiaire pertinent en vertu de l'article 4(1)(a) sur les mêmes titres. Là encore, il s'agissait de savoir qui aurait priorité. L'opinion prévalente était qu'en vertu de l'article 9 de l'avant-projet de Convention, c'était l'intermédiaire. Cette solution était soutenue par la plupart des délégations.

106. Dans la troisième situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds A en vertu de l'article 4(1)(b). Par la suite, ce titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds B, toujours en vertu de l'article 4(1)(b). L'intermédiaire du titulaire de compte devenait ensuite insolvable. Quel était le droit de rang supérieur ? L'opinion prévalente était que, conformément aux dispositions de l'article 9(1)(b), le Bailleur de fonds A l'emporterait, même si le Bailleur de fonds A et le Bailleur de fonds B étaient tous deux de bonne foi. Cette opinion n'a pas été partagée par toutes les délégations, certaines délégations se déclarant favorables à une répartition au *pro rata*, et d'autres contraires.

107. Une délégation était toutefois d'avis que le Bailleur de fonds B devrait avoir un rang supérieur en vertu de l'article 10(1). Une autre délégation a répondu que l'article 10 ne s'appliquait pas dans ce cas, puisqu'il traitait seulement des problèmes de priorité qui se posaient entre titulaires de comptes détenus auprès d'intermédiaires différents. En de tels cas, le cessionnaire ne pouvait être réputé avoir connaissance de revendications antérieures. Cet avis a été soutenu par quelques délégations, toujours sur le fondement du rôle essentiel des crédits sur un compte de titres.

108. Dans la quatrième situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice d'un Bailleur de fonds A en vertu de l'article 4(1)(b). Par la suite, ce titulaire de compte constituait une sûreté sur les mêmes titres à son intermédiaire en vertu de l'article 4(1)(a). L'opinion prévalente était que le Bailleur de fonds A l'emporterait, et que cela était la solution appropriée.

109. Dans la cinquième situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice d'un Bailleur de fonds A qui était opposable en vertu du droit interne non conventionnel (par exemple par enregistrement). Par la suite, ce titulaire de compte constituait une seconde sûreté sur les mêmes titres au bénéfice du Bailleur de fonds B en vertu de l'article 4(1)(a) par désignation. Une troisième sûreté était ensuite constituée au bénéfice de l'intermédiaire et la rend opposable en vertu de l'article 4(1)(a). L'opinion prévalente était que les droits du Bailleur de fonds B devraient primer ceux de l'intermédiaire pertinent, qui devraient à leur tour primer ceux du Bailleur de fonds A.

110. Dans la sixième situation type, un titulaire de compte effectuait un transfert en garantie de titres sur le compte du Bailleur de fonds A tenu par le même intermédiaire. Par la suite, ce titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice de son intermédiaire en vertu de l'article 4(1)(a). L'opinion prévalente était que le Bailleur de fonds A l'emporterait, puisque ses droits avaient été constitués antérieurement. L'article 10 ne s'appliquait pas ici car le même intermédiaire était utilisé.

111. Dans la septième situation type, un crédit assorti d'un privilège légal était porté au compte tenu par l'intermédiaire concerné. Par la suite, le titulaire du compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds A en vertu de l'article 4(1)(b). Le Comité a estimé qu'en vertu de l'article 9(2), la priorité devrait être déterminée par la loi applicable.

112. Dans la huitième situation type, un titulaire de compte constituait une sûreté au bénéfice du Bailleur de fonds A en vertu de l'article 4(1)(b). Par la suite, les mêmes titres étaient transférés à l'acquéreur de bonne foi B en vertu de l'article 3(1). Puis l'intermédiaire devenait insolvable. Les solutions possibles à la question du rang étaient alors: le Bailleur de fonds A l'emporterait en vertu de l'article 9, puisque son droit lui avait été accordé en premier lieu, ou l'acquéreur de bonne foi B l'emporterait en vertu de l'article 10(1), ou les pertes seraient réparties entre eux au *pro rata*.

113. Aucun consensus n'a été trouvé sur la solution appropriée.

114. Une délégation a jugé que l'Acquéreur B devrait primer car une telle situation découlerait d'une faute ou d'une fraude de l'intermédiaire sur la base de laquelle le transfert aurait été contre-passé. En revanche, une autre délégation estimait que la priorité ne pourrait être établie dans un tel cas que si l'avant-projet de Convention l'énonçait expressément. D'autres délégations étaient d'avis que les pertes devraient être réparties au *pro rata* car, si l'on reconnaissait un rang supérieur au droit de l'acquéreur, cela entraînerait une inflation de titres. En outre, une telle règle de priorité inciterait les preneurs de garantie à n'accepter que des transferts à titre de sûreté, ce qui produirait une hausse des coûts. D'autres délégations interprétaient l'article 9 tel qu'il était rédigé comme traitant de la même manière tous les types de garanties relevant du champ de la future Convention. Une telle solution, qui coïnciderait avec celle de la Directive UE sur les contrats de garantie financière, conduirait à accorder la priorité à la première personne à qui aurait été donné un droit, à savoir le Bailleur de fonds A. Une délégation a objecté que, si cela était le cas, l'acquéreur B détenant un compte de titres auprès du même intermédiaire que le Bailleur de fonds A se trouverait dans une situation moins favorable que s'il détenait son compte auprès d'un autre intermédiaire, auquel cas, il aurait un rang supérieur à celui du Bailleur de fonds A en vertu de la règle sur la bonne foi posée à l'article 10.

115. Une délégation a fait remarquer combien il était difficile de trouver des raisons satisfaisantes pour accorder un rang supérieur à un titulaire de droits par rapport à un autre. Comme l'avait précédemment mentionné une autre délégation, la priorité pourrait se justifier par le fait que l'Acquéreur B est très probablement inconnu du titulaire du compte, tandis que le Bailleur de fonds A est par définition connu du titulaire du compte. La priorité pourrait également dépendre de la question de savoir si le Bailleur de fonds A dispose seulement d'un droit contractuel à l'encontre de l'intermédiaire ou bien d'un droit réel.

116. Dans la neuvième situation type, un titulaire de compte acquérait des titres en vertu de l'article 3 (1) et (3). Par la suite, son intermédiaire transférait ces titres au Bailleur de fonds A en vertu de l'article 3(1) et (6). Puis l'intermédiaire devenait insolvable et se posait la question du rang. L'avis du Comité était qu'en vertu de l'article 10(1), le Bailleur de fonds A l'emporterait en raison de sa bonne foi. Cela a été vu comme la meilleure solution, puisque le seul risque de traiter avec un intermédiaire malhonnête ne devrait pas dispenser le Bailleur de fonds A d'être de bonne foi. Une délégation a répliqué que le Bailleur de fonds A pourrait être considéré comme agissant de bonne foi parce qu'il pouvait se prévaloir des prescriptions réglementaires applicables à l'intermédiaire.

Article 10

117. Le Comité a repris la discussion sur l'article 10 (voir aussi l'Annexe 7). Une délégation a estimé que l'article 10 devrait être examiné en relation avec une règle ou un principe général relatif à la protection des acquéreurs de bonne foi. Dans certains systèmes de tradition civiliste, une telle protection s'applique aux dons et aux situations dans lesquelles l'acquéreur a commis

une négligence, à condition que celle-ci ne soit pas grave. Une autre délégation a fait remarquer que les articles 10 et 5 n'étaient pas compatibles en raison de l'absence, dans l'article 5, d'une référence à la "connaissance par une entité". En outre, il a été signalé que les participants des marchés devraient avoir le droit de présumer que les intermédiaires agissent conformément à la loi et à toute réglementation. Cet avis n'a pas été partagé par toutes les délégations.

118. Une délégation a estimé que l'expression "à titre gratuit" à l'article 10(2) n'était pas claire. Un ancien membre du Comité d'étude a expliqué que celui-ci avait entendu "à titre gratuit" comme s'opposant à "à titre onéreux". Malgré des avis divergents, l'opinion majoritaire semblait privilégier l'exclusion des acquisitions "à titre gratuit" du champ de l'article 10.

119. Plusieurs délégations ont été d'avis que le terme "connaissance" employé à l'article 10(3) n'était pas clair. Une délégation s'est montrée préoccupée par le fait qu'une interprétation large de ce terme gênerait les transactions entre intermédiaires. Une autre délégation a douté que la "connaissance" consistait dans le fait de savoir si une telle revendication avait été avancée ou pouvait être avancée.

Article 11

120. Le Secrétariat a fait une présentation de l'article 11. Cette disposition était jugée centrale dans l'avant-projet car elle protégeait les droits des titulaires de comptes lorsque l'intermédiaire devenait insolvable. Cet article ne prévoyait pas la manière dont un système national devait assurer la protection du titulaire du compte. C'était au droit national de prévoir que les droits du titulaire du compte ne devraient pas pouvoir être distribués à la masse des créanciers chirographaires de l'intermédiaire insolvable par l'administrateur de l'insolvabilité.

121. La relation entre l'article 11 et le droit interne régissant l'insolvabilité a ensuite été discutée. On a expliqué que l'avant-projet ne visait pas à écarter le droit interne régissant l'insolvabilité et ses dispositions, par exemple, sur les préférences frauduleuses. Peut-être cela devrait-il être dit expressément. Plusieurs délégations ont soutenu cet avis, invoquant pour cela la Convention du Cap de 2001.

Article 12

122. Le Secrétariat a ensuite présenté l'article 12. Il a expliqué qu'il visait à protéger les systèmes de compensation et de règlement-livraison et leurs règles. Cet article reflétait l'idée que ces règles devraient continuer à s'appliquer même en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire. On a dit que de semblables dispositions existaient déjà au sein de l'UE et ailleurs.

123. Plusieurs délégations et un observateur soutenaient fortement l'objectif de cet article qui mettait au premier plan la stabilité du système. Certaines délégations ont demandé la suppression de l'expression "qui est destinée à assurer la stabilité du système" en raison de son caractère vague. Une autre délégation a souligné le fait que l'article 12 devrait être compatible avec le droit interne pertinent. Une délégation a suggéré que tous les systèmes nationaux devraient prendre en considération la loi type de la CNUDCI sur l'insolvabilité internationale qui prévoyait une coopération accrue entre les administrateurs d'insolvabilité et les autorités (ou assimilés).

124. La discussion s'est poursuivie sur la relation entre l'article 11 et l'article 5(2). On ne voyait pas clairement ce qu'il adviendrait du crédit conditionnel prévu à l'article 5(2) si l'intermédiaire pertinent devenait insolvable avant que la condition n'ait été remplie. Certaines délégations estimaient que la solution dépendait du droit applicable régissant l'insolvabilité.

125. Cependant, plusieurs délégations ont estimé qu'en principe, la réalisation de la condition devrait produire des effets à l'égard des tiers. Elles se sont référées à la pratique habituelle des marchés de procéder au règlement net à la fin de la journée. Une autre délégation a fait référence aux transferts conditionnels qui sont protégés contre l'effet de l'insolvabilité par des dispositions légales. Elle a donc proposé d'étendre la portée de l'article 5(2) en supprimant la phrase "les règles du système de compensation et de règlement-livraison". Plus généralement, l'article 5(2) devrait être revu à la lumière de l'examen d'autres dispositions. Cette dernière proposition n'a pas été largement soutenue parce qu'elle semblait empiéter, sans que cela soit nécessaire, sur le droit interne régissant l'insolvabilité.

126. Quant à la relation entre l'article 11 et l'article 5(3), plusieurs délégations pensaient que le texte devrait indiquer clairement que, dans des cas d'insolvabilité, l'effet d'un mandat non autorisé serait déterminé par le droit interne non conventionnel. Le Président a conclu que le lien entre les articles 5, 11 et 12 devait être approfondi.

Article 13

127. Le Secrétariat a ensuite présenté l'article 13. Il a souligné la relation étroite existant entre l'article 13(1) et l'article 2(2)(b). Les deux dispositions visaient à protéger l'intermédiaire des instructions émanant de parties autres que le titulaire du compte concerné. L'article 13(2) énumère les exceptions à cette règle.

128. Dans la discussion qui a suivi, un observateur a demandé si des instructions relatives à des droits qui ne sont pas régis par la Convention auraient des effets au regard des dispositions de l'article 13(1). Un ancien membre du Comité d'étude a répondu négativement et a suggéré que cela devrait être énoncé expressément. Une délégation a estimé que l'article 13(1) devrait exiger que les instructions soient faites par écrit, ce qui a été soutenu par plusieurs délégations. Une autre délégation a estimé que, pour être compatible avec l'article 5(1), l'article 13(1) devrait faire une référence expresse au "pouvoir apparent" tel qu'il est régi par le droit interne non conventionnel. L'article 13 est une disposition négative (relative aux instructions que l'intermédiaire n'est pas tenu de suivre) tandis que l'article 5(1) est une disposition positive (visant les instructions que l'intermédiaire doit exécuter). La forme négative de l'actuelle disposition a été contestée par une délégation. Certaines délégations ont souligné l'importance de la compatibilité entre l'article 13(1) et l'article 2(2)(b).

129. Une délégation a proposé de supprimer l'article 13(2)(c). Cet avis n'était pas partagé par l'ensemble des délégations. Une autre délégation a estimé que l'article 13(2)(b) devrait aussi couvrir les catégories de sûretés prévues par le droit interne. Cela a suscité l'approbation générale. Bien que l'on pût déduire que l'article 13(2)(b) couvre les règles d'un système de compensation et de règlement-livraison (puisqu'il crée des obligations qu'un intermédiaire doit observer indépendamment des instructions du titulaire du compte), plusieurs délégations ont approuvé la proposition que le texte l'énonce expressément. Une autre délégation était d'avis que l'article 7 le faisait déjà, à condition que l'on intègre la seconde phrase actuellement entre crochets.

Articles 14-16 (discussion générale)

130. Le Secrétariat a présenté les articles 14 à 16, qui visaient à protéger les droits du titulaire du compte contre les créanciers de l'intermédiaire à trois niveaux (cf. l'Annexe 17).

131. En premier lieu, l'article 14 traitait de la relation entre les titres émis et les titres crédités en compte. L'idée centrale était qu'il devrait toujours y avoir "un nombre suffisant de titres" et

qu'aucune inflation ne devait avoir lieu. L'inflation avait lieu quand le nombre de titres de titulaires de comptes apparaissant dans les livres d'un intermédiaire était supérieur au nombre de titres que cet intermédiaire comptabilisait dans les livres de son intermédiaire au niveau supérieur. Dans de tels cas, l'article 14(1) prévoyait qu'un crédit conditionnel n'était comptabilisé qu'au moment où il devenait effectif. L'article 14(2) envisageait la situation où l'inflation s'était produite, la solution proposée étant soit l'augmentation des actifs détenus auprès de l'intermédiaire au niveau supérieur, soit la diminution des actifs détenus sur les comptes des clients.

132. En deuxième lieu, l'article 15 prévoyait la protection du titulaire du compte contre les créanciers de l'intermédiaire. L'article 15(1) s'appliquait aussi bien aux systèmes de comptes ségrégués distincts qu'aux systèmes dans lesquels les comptes des titulaires de comptes et de l'intermédiaire gérant ces comptes sont confondus. A l'article 15(3), la manière dont le titulaire du compte était protégé contre les créanciers de l'intermédiaire était expressément laissée au droit interne non conventionnel.

133. En dernier lieu, en cas d'insuffisance du nombre de titres, l'article 16 prévoyait une répartition des pertes au *pro rata* entre les titulaires de comptes. Le principe de la répartition au *pro rata* a été choisi en raison de l'impossibilité d'identifier l'élément responsable dans toute la chaîne d'intermédiaires.

134. Plusieurs délégations ont jugé les paragraphes 4, 5 et 6 de l'article 14 trop détaillés. D'autres les ont estimés trop rigides. Une délégation a fourni des illustrations de cas dans lesquels la règle générale concernant l'obligation de l'intermédiaire nécessitait une formulation et une interprétation flexibles de manière à être fonctionnelle.

135. Certaines délégations ont soutenu que la ségrégation des comptes devrait apparaître comme étant un principe fondamental. Un ancien membre du Comité d'étude a répondu que l'article 15(3)(a) se référait déjà à la ségrégation.

136. Certaines délégations ont demandé que la règle de la répartition au *pro rata* ne soit pas impérative puisque dans leurs systèmes, l'identification de l'intermédiaire responsable était possible. Elles estimaient que la future Convention devrait prévoir de tels systèmes. Au contraire, une autre délégation soutenait que cela ne devrait pas être le cas. La proposition d'une délégation de viser expressément la mise en jeu possible de la responsabilité pénale de l'intermédiaire en cas d'insuffisance du nombre de titres n'a pas été soutenue. Les sanctions applicables à l'intermédiaire devraient être entièrement laissées au droit interne non conventionnel.

137. L'observateur représentant l'Union européenne, se référant aux articles 14, 15 et 16 dans leur ensemble, a souligné leur importance au regard du cadre réglementaire. L'UE avait adopté la Directive 2004/39/UE sur les marchés d'instruments financiers qui entérinait le principe de protéger les avoirs des clients par la ségrégation des comptes des investisseurs de ceux des intermédiaires. Ces trois articles devraient permettre aux Etats contractants de mettre au point leurs propres méthodes pour atteindre les résultats indiqués. Dans le même temps, ils ne devraient pas mettre en question les méthodes déjà en place.

Article 14

138. Entamant la discussion sur l'article 14(1), quelques délégations ont soutenu la nécessité, pour plusieurs raisons, que le paragraphe soit maintenu dans le texte.

139. Certaines délégations étaient d'un avis différent. Elles jugeaient que les trois articles allaient trop loin et qu'il était possible, par exemple, de se passer de l'article 14(1). Non seulement il n'empêchait pas que des inscriptions en compte provoquent des déficits, mais il prévoyait qu'en cas de déficit, aucune transaction ne pourrait être faite aussi longtemps que le déficit ne serait pas comblé. De manière générale, ces délégations étaient inquiètes de la mesure dans laquelle les articles semblaient empiéter sur les réglementations existantes concernant des questions telles que la protection de l'investisseur, la répartition des pertes en cas d'insuffisance de titres détenus lors de l'insolvabilité d'un intermédiaire et la ségrégation. Il n'était pas nécessaire d'imposer des dispositions telles que le paragraphe 1 à tous les Etats contractants. Ceux qui jugeaient nécessaire une telle disposition pouvaient en prévoir une semblable dans leurs droits internes.

140. L'une des délégations favorables à la suppression du paragraphe 1 a suggéré que le critère auquel les règles impératives de l'avant-projet de Convention devraient être soumises consisterait à vérifier si elles sont compatibles avec le niveau minimum de réglementation que les Etats contractants reconnaissent devoir mettre en place pour le fonctionnement du marché au niveau international. D'autres organismes internationaux étaient spécialisés dans la formulation de dispositions réglementaires. En revanche, la future Convention devrait se limiter à des principes de base. Cette approche a été soutenue par les délégations et les observateurs qui pensaient que le texte devrait énoncer, comme le fait le paragraphe 2, seulement les obligations fondamentales des intermédiaires et non pas tous les manquements possibles.

141. Passant au paragraphe 2, une délégation a suggéré de remplacer "immédiatement" par "rapidement". En réponse à une demande d'éclaircissement, un ancien membre du Comité d'étude a expliqué qu'une situation correcte quant au nombre de titres supposait un équilibre tant dans le compte de titres de l'intermédiaire lui-même que dans les comptes de titres de ses clients. En effet, si cela n'était pas le cas, une autre délégation a souligné que l'article 15 serait sans objet.

142. Le Secrétariat a présenté les paragraphes 3, 4 et 5. Le paragraphe 4 préservait les règles des systèmes de compensation et de règlement-livraison déjà soumises à un niveau élevé de contrôle. En cas d'insuffisance de titres, ces systèmes appliqueraient leurs propres règles. Le paragraphe 5 protégeait l'intermédiaire. L'idée qui présidait aux deux premiers paragraphes de l'article était d'imposer une obligation lourde. L'intermédiaire serait responsable d'un déficit même en cas d'insolvabilité de l'intermédiaire à l'échelon supérieur. Le paragraphe 5 cherchait à protéger un intermédiaire contre cette règle dans un cas particulier.

143. Une délégation, soutenue par d'autres, doutait que ces paragraphes répondent au critère de compatibilité avec le niveau minimum de réglementation qui avait été visé plus tôt. Un observateur les a jugés obscurs et était inquiet de la mesure dans laquelle ils pourraient soumettre les conservateurs internationaux à des obligations nouvelles et déraisonnables. Le paragraphe 6, en revanche, semblait répondre au critère de compatibilité.

144. Résumant la discussion sur l'article 14, le Président a pu constater un consensus seulement sur la suppression des paragraphes 4 et 5, mais il n'y avait pas de consensus sur le devenir des paragraphes restants. Une décision devrait être prise par la suite.

Article 15

145. Une délégation trouvait la structure de l'article 15 peu claire. D'autres voyaient des problèmes de formulation, et se sont demandés s'il ne faudrait pas remplacer le terme "affectés" par "appliqués".

146. Un ancien membre du Comité d'étude a expliqué que la première référence à un "intermédiaire" dans l'article 15 visait l'intermédiaire insolvable. La référence aux "titres" visait l'ensemble des titres détenus au niveau immédiatement supérieur ou auprès de l'émetteur – c'est-à-dire tous les titres détenus à un niveau supérieur à l'intermédiaire.

147. Une délégation a signalé que l'article 15 devrait couvrir à la fois les systèmes dans lesquels existait une ségrégation et ceux dans lesquels il n'en existait pas et devrait être plus explicite sur la question de savoir si, dans ceux où il existait une ségrégation, les titres non ségrégués (à savoir les titres sur le compte propre de l'intermédiaire) devraient appartenir à la masse de l'insolvabilité et ne devraient pas être disponibles pour les titulaires de comptes. Cette délégation a noté que c'était la position actuelle du droit dans de nombreux systèmes de droit civil.

148. Une délégation, soutenue par les autres, a constaté, relativement à l'article 15(3)(a), que certains systèmes prévoyaient la règle d'appropriation en vertu des lois de police. Ce paragraphe devrait par conséquent énoncer que l'appropriation pourrait être effectuée par la loi applicable et, si la loi applicable le permettait, par des dispositions appropriées prises par l'intermédiaire pertinent.

149. Le Président a indiqué que l'article 15 devrait être réécrit de manière à s'appliquer clairement tant aux systèmes de "ségrégation" que de "non ségrégation".

Article 16

150. Le Secrétariat a présenté l'article 16 (voir l'Annexe 17). Le principe que l'article 16(1)(b) visait à entériner était que lorsqu'un intermédiaire détient auprès d'un intermédiaire au niveau supérieur un nombre de titres inférieur à celui qui est porté au crédit de ses titulaires de compte, les pertes étaient réparties au pro rata entre les titulaires de compte. Le paragraphe (1)(a) prévoyait une exception à cette règle. Lorsque l'intermédiaire opère à l'intérieur d'un système de compensation et de règlement-livraison possédant ses propres règles de répartition de la quantité manquante, ces règles prévalent sur la règle générale de l'article 16(1)(b). En ce qui concerne l'article 16 voir aussi les Annexes 7 et 8.

151. Une délégation ne savait pas quand la règle devrait s'appliquer. Une autre délégation a expliqué que l'article 16 s'appliquerait probablement en présence d'une quantité manquante constatée en cas d'insolvabilité d'un intermédiaire, mais il pourrait également s'appliquer en dehors de situations d'insolvabilité. Cette explication a été soutenue, mais pas par toutes les délégations.

152. Une délégation a proposé que les inscriptions conditionnelles en vertu de l'article 5 puissent être abordées à cet endroit. De manière plus générale, l'opinion a prévalu qu'une discussion plus approfondie était nécessaire pour préciser le lien entre les articles 5, 9 et 10 d'une part et l'article 16 d'autre part.

153. Une délégation pensait qu'à l'article 16(1), la règle de l'alinéa (b) et l'exception de l'alinéa (a) ne devraient pas s'exclure mutuellement. Il pourrait se faire qu'à l'issue d'une répartition en vertu de l'alinéa (a), il reste des titres qui pourraient être distribués entre les titulaires de compte en vertu de l'alinéa (b). D'autres délégations se sont dites d'accord.

154. En outre, la délégation a proposé que la règle du pro rata ne devrait pas être soumise au droit interne non conventionnel, notamment lorsque ce droit prévoyait la "traçabilité". Une autre délégation a approuvé cette proposition. Néanmoins, plusieurs délégations ont exprimé leur

désaccord et ont proposé de conserver la disposition "sous réserve de dispositions contraires de la loi applicable" à l'article 16(2). Plus généralement, il n'y a pas eu de consensus sur la question de savoir si la future Convention devrait prévoir des systèmes de "traçabilité". Des positions fermes ont été exprimées de part et d'autre.

155. Une délégation a proposé l'application de la répartition au *pro rata* de la quantité manquante non seulement aux titulaires de comptes de titres "de même nature", mais également à tous les titulaires de compte de l'intermédiaire concerné. Plusieurs délégations ont exprimé leur désaccord, puisque la règle telle qu'elle existait était plus simple en pratique et semblait plus juste dans certaines situations. Le Président a résumé la discussion en indiquant en premier lieu, que des solutions de traçabilité devraient rester possibles en vertu de la loi applicable; en deuxième lieu, que les alinéas (a) et (b) du paragraphe (1) ne s'excluaient pas mutuellement; troisièmement, qu'il était nécessaire d'acquérir une meilleure compréhension de la façon dont les règles internes fonctionnent dans la pratique. En conséquence, ces dispositions nécessitaient des discussions supplémentaires lors de la prochaine session, notamment en ce qui concernait le lien entre les articles 5, 9, 10 et 16.

Forme du futur instrument

156. Le Secrétaire général a ensuite fait des remarques liminaires à la discussion sur la forme possible du projet actuel. Il a opéré une distinction entre les instruments de droit souple ("*soft law*") et de droit contraignant ("*hard law*"). Selon lui, l'instrument en préparation appelait une approche relevant de cette dernière catégorie, puisque nombre de ses règles affectaient les tiers. Il a ensuite demandé si l'instrument devrait être directement applicable ou si sa mise en œuvre devrait être laissée aux systèmes nationaux. Dans la mesure où il n'existait pas de systèmes monistes ou dualistes purs, il était difficile de répondre à cette question. En outre, la branche du droit concernée était fortement rattachée aux autres domaines du droit. Cela rendait la mise en œuvre d'autant plus difficile. Il a proposé que lors de la prochaine réunion du Comité, des études de cas illustrant les effets qu'aurait la mise en œuvre de l'avant-projet de Convention sur le droit interne soient présentés par des représentants des systèmes concernés. Cette proposition a été largement approuvée. L'Italie a aimablement offert de coordonner un groupe de travail informel afin de développer la proposition. Une délégation, qui soutenait le principe d'un travail mené entre les sessions, a indiqué qu'à son avis, davantage d'exemples et de situations types seraient nécessaires pour formuler des avis motivés concernant les aspects de solidité interne, de compatibilité transfrontalière et d'incidence économique des solutions existantes et des solutions qui seront proposées.

157. Une délégation a dit qu'il convenait d'examiner différents types d'instruments mais elle pensait pour sa part que le traité était plus à même d'assurer uniformité et sécurité. Cet avis a été soutenu par d'autres délégations. Une délégation a ajouté qu'il faudrait déterminer avec certitude les articles de l'instrument qui seraient directement applicables et ceux qui ne le seraient pas. L'opinion prévalente était toutefois que la forme finale du projet actuel devrait faire l'objet d'une décision ultérieure.

Article 17

158. Le Secrétariat a ensuite présenté l'article 17. Cet article était destiné à assurer que le titulaire de compte final ne serait pas privé de l'exercice de ses droits en tant qu'investisseur au seul motif qu'il détient ses titres auprès d'un intermédiaire.

159. Plusieurs délégations ont fortement soutenu l'objectif visé par cet article. Quelques délégations ont proposé que le projet de Convention devrait seulement prévoir les systèmes de

détention indirecte. L'article 17 devrait inclure une déclaration à cet égard. Les systèmes de détention directe étaient vus comme la source de nombreux problèmes, notamment dans des situations transfrontalières. D'autres délégations ont hésité à empiéter sur le droit interne (des sociétés) en insérant une telle condition dans la future Convention. Certaines délégations pensaient que, tel qu'il était actuellement rédigé, l'article 17 n'aurait guère qu'un effet minime sur le droit interne. Il interdisait seulement la discrimination à l'égard des investisseurs détenant des titres auprès d'intermédiaires.

160. Il a été estimé que l'article 17(1) devait être clarifié. L'opinion prévalente du Comité était que le paragraphe devrait expressément prévoir que les systèmes de détention directe sont permis à condition qu'ils n'interdisent pas la détention de titres auprès d'un intermédiaire. Toutefois, de fortes objections ont été formulées à l'encontre de cette suggestion.

161. Des précisions étaient également nécessaires pour ce qui était de la portée de l'article 17(1). Une définition des "titres" semblait fondamentale. Les émetteurs devraient être libres de choisir entre une détention directe et indirecte et le projet de Convention devrait prévoir expressément cette liberté de choix. Plusieurs délégations ont soutenu cet avis.

Article 18

162. Le Secrétariat a présenté l'article 18. En cas d'insolvabilité d'un émetteur d'obligations, les investisseurs ne devraient pas être privés de leurs droits de compensation, comme cela se pourrait se produire dans certains systèmes par le seul fait qu'ils détenaient leurs titres auprès d'un intermédiaire.

163. Plusieurs délégations ont soutenu le principe consacré par l'article 18. D'autres en revanche pensaient que les droits de compensation devraient être laissés au droit interne. Il a été estimé de manière générale qu'aux termes de l'avant-projet de Convention, la compensation pourrait être effectuée aussi bien par l'investisseur que par l'émetteur. La compensation en vertu de dispositions légales était également protégée. Il n'apparaissait pas clairement quand l'article s'appliquerait, et aucun consensus n'est apparu relativement à son champ d'application. Quelques délégations étaient d'avis qu'il s'appliquerait seulement dans l'hypothèse de la faillite de l'émetteur, tandis que d'autres estimaient qu'il devrait avoir une application plus large.

164. Un observateur a souligné la contradiction entre l'approche fonctionnelle et la formulation "détenus (...) de façon directe" à l'article 18(1). Il a été admis par un ancien membre du Comité d'étude que la disposition devrait être rédigée à nouveau afin de lire "détenus (...) autrement qu'auprès d'un intermédiaire". Par ailleurs, il a été estimé que cet article devrait être directement applicable.

Articles 19-23

165. Le Comité est passé à l'examen du Chapitre VII de l'avant-projet de Convention, après la présentation de ses dispositions par le Secrétariat et la présentation faite par l'observateur représentant l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA).

166. Le Secrétariat a expliqué que la portée exacte et l'application du Chapitre appelaient des décisions de caractère politique. Le texte actuel laissait ouverte la question de son application aux "personnes physiques" (d'où l'emploi de crochets dans l'article 20(1)) et donnait la possibilité aux Etats contractants (aux termes de l'article 23) d'exclure l'application de l'ensemble des dispositions du Chapitre.

167. L'article 20 prévoyait un régime spécial pour la réalisation des garanties. Les autres dispositions étaient destinées à assurer que certaines pratiques du marché étroitement liées aux garanties sur des titres (en particulier, le droit d'utilisation, le *top-up* et la substitution) soient légalement reconnues.

168. L'article 20(2) décrivait ce que pourrait être la nature des obligations garanties par le contrat de garantie. Le paragraphe 3 de cet article prévoyait deux modes de réalisation des garanties lorsqu'un "cas de réalisation" (tel que l'insolvabilité) survenait: la vente ou l'appropriation. Le paragraphe 4 permettait la réalisation sans restrictions et malgré le début des procédures d'insolvabilité. Le paragraphe 5 exigeait que toute réalisation au titre du paragraphe 3 soit effectuée "d'une manière commercialement raisonnable".

169. La présentation faite par l'observateur représentant l'ISDA (cf. l'Annexe 16)a souligné la nécessité de réformer le droit relatif à la compensation et aux garanties. L'ISDA attendait de la future Convention qu'elle assure la compatibilité, la sécurité juridique et l'efficacité économique nécessaires à prévenir tout type de risque face à un volume toujours croissant de transactions sur les marchés de capitaux. La compatibilité, la sécurité et l'efficacité bénéficieraient à la fois aux marchés développés et aux marchés émergents. L'ISDA avait soutenu la Convention de La Haye sur les titres car elle fournissait une sécurité au niveau des conflits de lois. Cependant les droits internes en matière d'insolvabilité et de propriété ne fournissent pas de solutions harmonisées pour la compensation et les garanties. Globalement, les réformes juridiques n'avaient pas suivi les changements des marchés. Il existait à présent divers produits tels que les swaps sur défaillance, les swaps sur marchandises, etc. En conséquence, une réforme globale devrait, tout en évitant la complexité, englober les mécanismes de compensation et de garantie. Elle devrait faciliter la compensation avec déchéance du terme en cas de défaillance (par suite d'insolvabilité ou autre), sans suspension ni prorogation et sans possibilité de résiliation ou de faire jouer la clause de clawback. Son objectif général devrait être de faciliter la liquidité du marché et la formation du capital de manière à développer les opportunités pour l'investissement et une meilleure gestion des risques.

170. La discussion par le Comité de l'article 20 s'est ouverte sur la demande d'une délégation, soutenue par d'autres, visant à une reformulation du paragraphe 2. A leur sens, une seule phrase telle que "Les obligations garanties peuvent consister en toute obligation présente ou future du constituant de la garantie ou d'une autre personne" devrait suffire.

171. Une discussion a suivi sur le lien probable entre la future Convention et la Directive UE sur les contrats de garantie financière. On a suggéré, s'agissant de la rédaction, que lorsque les mêmes expressions étaient employées dans l'avant-projet de Convention et dans la Directive UE, elles devraient, autant que possible, avoir le même sens. Concernant la portée du Chapitre VII, des délégations des Etats membres de l'Union européenne ont expliqué que la Directive UE sur les contrats de garantie financière imposait un niveau minimum d'harmonisation, tandis que les Etats membres étaient libres d'aller au delà. Quelques-uns avaient mis en oeuvre la Directive de telle sorte à couvrir les personnes physiques (des organismes "non financiers"), tandis que d'autres non. La question était extrêmement sensible, car elle était liée à la protection des consommateurs. Cela justifiait la nécessité que l'avant-projet de Convention soit suffisamment souple pour permettre aux Etats membres d'exclure certaines catégories de participants du marché et certains emprunteurs de l'application du Chapitre VII.

172. Quant à savoir si l'ensemble du Chapitre VII devrait pouvoir être exclu, quelques délégations ont concordé que cela pourrait être le cas. Certaines (qui ont des doutes semblables à l'égard de la souplesse laissée à l'article 20(1)) y ont consenti à regret, alors que ses prescriptions étaient effectivement compatibles avec leur propre droit interne.

173. En vue de couvrir largement le marché, une délégation a suggéré que la portée du Chapitre VII soit étendue de manière à inclure les systèmes modernes de compensation. Tel qu'il était rédigé, sa portée concernant la compensation était quelque peu limitée. Selon cette délégation, cela était dû au fait que le principal sujet du texte était les titres intermédiés. Il était tentant d'aller au delà des dispositions relatives à la compensation et d'envisager plus généralement la compensation en tant qu'outil de gestion financière. Les délégations étaient d'avis partagés sur ce point. Elles se sont seulement entendues sur le fait que les accords de compensation que le Chapitre VII devrait prévoir devraient être ceux concernant les transactions garanties, la compensation avec déchéance du terme et la compensation par une contrepartie centrale. L'extension de la portée du Chapitre VII nécessiterait de nouvelles discussions.

174. Une délégation se demandait s'il était approprié que l'article 20(5) soit formulé comme une obligation positive. Les systèmes nationaux devraient être libres d'édicter ou non une disposition de cette nature. D'autres délégations ont suggéré que ce paragraphe soit supprimé ou reformulé de manière à l'aligner sur les dispositions semblables de la Directive UE sur les contrats de garantie financière et de la Convention du Cap de 2001. Un soutien important a été apporté à la suggestion d'une délégation selon laquelle le paragraphe 5 devrait être facultatif. Une délégation estimait que ce paragraphe devrait se référer non seulement à l'insolvabilité mais également à d'autres événements qui aggravent le niveau de risque.

175. Passant à l'article 21, une délégation a estimé que la référence à l'exécution ("*performance*" dans le texte anglais) dans les paragraphes 2 et 5 n'était pas claire. Un ancien membre du Comité d'étude a expliqué que cette expression était entendue dans le même sens que le terme employé à l'article 20(3) ("*discharge*") et a convenu que l'article devrait être reformulé afin d'éviter toute confusion.

176. Une proposition faite par une autre délégation visant à inclure une disposition expresse concernant la "substitution" dans le paragraphe 2, a été soutenue.

177. La discussion s'est poursuivie sur le paragraphe (a) de l'article 22. Plusieurs délégations ont considéré que la formule la plus large, exprimée par la première expression entre crochets, devrait être préférée à la seconde afin de refléter la pratique du marché. Une délégation, qui appuyait cette disposition, a néanmoins fait une mise en garde, soulignant que le soutien large en faveur de l'utilisation de contrats de garantie *top-up* ne devrait pas interférer avec le droit interne de l'insolvabilité. Elle a proposé une disposition qui permettrait aux Etats contractants de choisir l'une ou l'autre de ces formules. Une autre délégation a proposé de conserver la formule la plus étroite, contenue dans la seconde expression entre crochets, combinée à une référence explicite au droit non conventionnel de manière à permettre des règles plus strictes (ou accomplir d'autres objectifs). Bien que cette proposition ait été fortement soutenue par plusieurs délégations, elle n'a pas recueilli de consensus.

178. Suite à une demande de précision émanant d'une délégation, un ancien membre du Comité d'étude a expliqué que l'article 22 ne visait pas en principe à permettre la conclusion d'un contrat de garantie en cas d'insolvabilité. Il traitait seulement de l'effet rétroactif des règles d'insolvabilité (telles que la règle de l'heure zéro) en ce qui concerne la compensation avec déchéance du terme, mais la façon dont l'avant-projet de Convention le faisait demandait peut-être réexamen.

Rapport du Comité de rédaction

179. Le Président a présenté les trois questions restant à l'ordre du jour: l'examen du rapport du Comité de rédaction (W.P. 5), l'adoption du projet de Rapport (W.P. 4 prov.) et la discussion sur les travaux futurs.

180. Avant la présentation du rapport par le Président du Comité de rédaction, M. Hideki Kanda, le Président de séance a remercié les membres du Comité pour leur dévouement et les longues heures qu'ils avaient consacrées à la mise en forme du texte révisé d'avant-projet de Convention (W.P. 5) qui était maintenant soumis au Comité d'experts. Il a exprimé sa gratitude personnelle ainsi que celle du Comité dans son ensemble.

181. M. Kanda a présenté quelques unes des modifications prévues par le document W.P. 5.

182. Dans le **titre** de l'avant-projet, la formule plus courte et neutre "titres intermédiés" avait remplacé l'ancienne formulation¹ "titres détenus auprès d'un intermédiaire".

183. Dans le **Chapitre I**, le titre avait été complété, les termes "définitions, champ d'application" ayant été ajoutés à "Interprétation". Au paragraphe 1 de l'**article 1** (qui n'a pas été discuté en particulier par le Comité) les seules modifications suggérées résultaient des décisions prises par le Comité pour d'autres articles. C'était le cas de la définition du "titulaire du compte"; de nouvelles définitions (m) et (n) ("convention de contrôle" et "affectation en garantie") correspondant à des expressions employées dans l'article 4, avaient été ajoutées; l'expression "droit interne non conventionnel" dans l'alinéa (o) avait remplacé "loi applicable". Deux nouveaux articles avaient été ajoutés – les articles 2 et 3. Le **nouvel article 2**, disposant "Cette Convention s'applique lorsque les règles de droit international privé du for désignent le droit d'un Etat contractant" était, avec la nouvelle définition du "droit interne non conventionnel", l'expression employée en remplacement de "la loi applicable", ce qui reflétait les conclusions du Comité d'étude sur la loi applicable. Le **nouvel article 3** prévoyait les principes d'interprétation précédemment formulés par les paragraphes 2 et 4 de l'article 1.

184. Le titre du **Chapitre II** avait également été modifié, "titres intermédiés" étant remplacé par "droits résultant du crédit de titres sur un compte de titres". Certains articles, principalement les articles 4, 5, 6 et 7 (les anciens articles 2, 3, 4 et 5) avaient subi des modifications importantes (et avaient pris tout le temps du Comité de sorte qu'il n'en était plus resté pour une semblable révision des autres articles du Chapitre). L'emploi de crochets dans le texte indiquait soit que le Comité de rédaction voyait la nécessité de poursuivre le travail sur ces dispositions, soit qu'il y avait un manque de consensus au sein du Comité plénier sur le fond de la disposition.

185. M. Kanda a expliqué qu'au terme de discussions approfondies, le Comité de rédaction avait pensé que le paragraphe 1 de l'**article 4** devrait énumérer tous les droits conférés à un titulaire de compte par le crédit de titres sur un compte de titres. Le libellé des paragraphes (1)(a) et (2) était destiné à couvrir tant la propriété dite directe que la propriété indirecte (à savoir la "*beneficial ownership*"). Le paragraphe 3 reprenait la disposition précédemment énoncée au paragraphe 2. Les paragraphes 4, 5 et 6 (il y avait des variantes pour les paragraphes 5 et 6, dont l'une d'elles reflétait la proposition faite par une délégation dans le document W.P. 2) remplaçaient l'ancien paragraphe 3. Un nouveau paragraphe 7 visait à préciser les circonstances dans lesquelles les droits d'un titulaire de compte pourraient être plus restreints que ceux figurant au paragraphe 1.

¹ Les références dans les paragraphes suivants à "l'ancienne formulation" de l'avant-projet de Convention renvoient au texte tel que figurant dans le document UNIDROIT 2004, Etude LXXVIII – Doc 18.

186. L'**article 5** continuait de prévoir l'acquisition et la disposition des titres par des débits et crédits sur des comptes de titres. Le nouveau paragraphe 2 ne se référait plus au "... *further step or event* ..." car "event" n'avait pas d'équivalent satisfaisant en français. Le paragraphe 4 faisait maintenant expressément référence au fait que certains systèmes exigent des inscriptions de débits et de crédits correspondantes. L'ancien paragraphe 6 avait été supprimé.

187. L'**article 6** avait été considérablement revu afin de refléter les opinions émises par les membres du Comité plénier. Le paragraphe 1 était une disposition générale traitant de la création et de l'opposabilité des garanties. Il ne visait pas à se prononcer sur leur validité, question qui demeurait régie, comme dans l'ancien texte, par l'article 7. Le paragraphe 2 avait été revu pour énoncer une liste détaillée de conditions à l'opposabilité des garanties portant sur des titres intermédiés. Les alinéas (a) et (b) présentaient les méthodes d'opposabilité. Le paragraphe 4 (qui devrait être lu conjointement avec le paragraphe 2) prévoyait un mécanisme de déclaration relatif aux conditions d'opposabilité présentées dans les alinéas (c) à (f). Le paragraphe 5 donnait encore plus de latitude aux Etats contractants en prévoyant un mécanisme de déclaration selon lequel ils n'appliqueraient pas l'article 6 aux garanties constituées par ou en faveur de certaines catégories de personnes indiquées dans la déclaration. L'article 6(6)(a) reconnaissait au droit interne non conventionnel la possibilité de prévoir des privilèges légaux. L'alinéa (b) soumettait au droit interne non conventionnel les formalités à respecter pour l'opposabilité. Le paragraphe 7 reprenait le paragraphe 5 de l'ancien article 4.

188. L'**article 7** se référait aux différentes conditions pour la validité; il énonçait également une disposition relative au moment de la prise d'effet, dans son paragraphe 2 issu de l'ancien article 6 (supprimé).

189. Quant aux **articles 8 et 9** (les anciens articles 7 et 8), le Comité de rédaction n'avait pas eu le temps de proposer une quelconque modification ni à l'un, ni à l'autre.

190. Etant donné que le Comité plénier n'était pas parvenu à un consensus sur le fond des **articles 10, 11, 12 ou 13** (les anciens articles 9, 10, 11 et 12), le Comité de rédaction n'a proposé aucune modification.

191. A la suggestion du comité plénier, le Comité de rédaction avait introduit un nouvel article, l'**article 13**, dans l'avant-projet de Convention. Il reprenait la disposition contenue dans l'article 30(3) de la Convention du Cap de 2001 qui préservait l'efficacité, contre les dispositions du projet de Convention, à certaines règles du droit de l'insolvabilité (relatives aux sanctions en cas de préférences et de transferts frauduleux) et à des règles des procédures d'insolvabilité (relatives à l'exercice des droits de propriété).

192. Quant à l'**article 15** (l'ancien article 13), le Comité de rédaction avait inséré une nouvelle disposition dans le paragraphe 1 (soumettant provisoirement les dispositions de ce paragraphe à l'article 5(1) outre qu'au paragraphe 2). Une nouvelle condition avait été insérée dans le paragraphe 2 comme alinéa (e).

193. Avant de présenter les amendements que le Comité de rédaction avait suggérés pour l'**article 16** (l'ancien article 14), M. Kanda a attiré l'attention du Comité plénier sur la note de bas de page se référant à l'article 16. Quelques modifications mineures avaient été suggérées à cet article (par exemple de proposer "promptement" comme autre critère possible que "immédiatement" au paragraphe 2); les anciens paragraphes 4 et 5 avaient été supprimés; un nouveau paragraphe (5) ajouté et l'ancien paragraphe 6 conservé entre crochets comme paragraphe 5. Quant à l'**article 17** (l'ancien article 15), dans la version anglaise le terme "appropriation" avait été remplacé par "allocation" afin de faciliter la traduction en français. Les

paragraphes 1 et 2 figuraient à présent entre crochets. Un nouveau paragraphe 4 permettait aux Etats contractants de prévoir par déclaration que la ségrégation des titres effectuée la répartition des titres en vertu du droit interne. Le Comité de rédaction n'avait pas été à même de terminer son travail sur l'article 16 qui traitait des "quantités manquantes" et impliquait l'examen de questions complexes telles que la "traçabilité".

194. Après avoir indiqué que seules des modifications tout à fait mineures avaient été portées aux **articles 19, 20 et 21** (les anciens articles 17, 18 et 19), M. Kanda a expliqué que l'**article 22** (l'ancien article 20) conservait toujours les crochets entourant la référence à "une personne physique" et qu'une latitude plus grande devrait être donnée aux Etats contractants concernant le niveau de protection qu'ils pourraient accorder aux consommateurs par une nouvelle disposition dans l'article 25(2) (l'ancien article 23(2)). Celle-ci permettrait aux Etats contractants de ne pas appliquer certaines dispositions du Chapitre VII à des garanties portant sur des titres intermédiés constituées par ou en faveur de certaines catégories de personnes. Le paragraphe 1 faisait une nouvelle référence entre crochets à toute obligation "actuelle ou future" (reprenant les termes de la Convention du Cap). Le paragraphe 2 était entre crochets pour indiquer qu'il pourrait être simplifié ainsi que l'avait suggéré une délégation. Le paragraphe 5 avait été étendu conformément à une explication fournie durant la discussion plénière. Le point traité dans l'ancien article 22(5) (l'ancien article 20(5)) devrait désormais relever du droit interne non conventionnel.

195. L'**article 23(2)** (l'ancien article 21(2)) avait été modifié afin de prendre en compte la Directive UE sur les contrats de garantie financière. L'**article 24(b)** (l'ancien article 22(b)) prévoyait à présent que la substitution devait être exclue des conséquences de certaines règles du droit de l'insolvabilité.

196. Enfin, M. Kanda a attiré l'attention du Comité plénier sur le fait que le Comité de rédaction avait convenu qu'un nouveau projet d'article devrait être ajouté dans l'avant-projet de Convention pour inclure des questions de compensation, de compensation avec déchéance du terme et de compensation par une contrepartie centrale. Bien que le Comité ait amplement débattu de la portée d'un tel article, il n'était pas encore parvenu à un consensus.

197. Plusieurs délégations ont joint leurs remerciements à ceux qu'avait précédemment exprimés le Président à l'endroit du Comité de rédaction. Plusieurs délégations ont formulé l'espoir que le nouveau texte de l'avant-projet soit largement diffusé, non seulement aux participants au comité plénier, mais aux organisations et aux personnes intéressées par l'avant-projet de Convention.

198. Revenant au contenu du document W.P.5, les observations d'une délégation étaient centrées sur le point de savoir si et dans quelle mesure l'avant-projet de Convention devrait élargir ses dispositions à la compensation. Selon une délégation, ce n'était pas là un point sur lequel le Comité était parvenu à un accord. D'autres délégations, ainsi que le Président ont rappelé le consensus atteint sur le principe d'élargir le Chapitre VII pour traiter au moins en partie les questions de compensation, de compensation avec déchéance du terme et de compensation par une contrepartie centrale.

Travaux futurs

199. Quant à la façon dont le Comité plénier devrait faire progresser le texte produit par le Comité de rédaction, les délégations ont formulé un certain nombre de commentaires et de suggestions sur lesquelles un consensus général a été atteint. Bien qu'il appartienne au Comité, lors de sa prochaine réunion, de discuter les conclusions auxquelles le Comité de rédaction était

parvenu et avait donné effet dans le texte, les délégations ont exprimé la nécessité de tester ses dispositions sur un certain nombre de situations types et de poursuivre le travail en général sur le sujet avant la prochaine réunion.

200. Le Secrétaire Général, présentant le projet de Rapport dans sa version anglaise, a indiqué qu'il visait à orienter les travaux futurs sur l'avant-projet de Convention. Une fois la version française disponible, les deux versions seraient envoyées aux participants du Comité plénier pour observations. Les seules observations qui avaient été formulées jusqu'à présent par les délégations portaient sur la question de l'identification des délégations et les observateurs. La préférence avait porté sur l'anonymat, avec quelques exceptions très limitées, notamment dans le cas de l'intervention d'un observateur dont l'identification était rendue nécessaire par le contexte.

201. Le Secrétaire Général a estimé que la prochaine réunion du Comité ne devrait pas se tenir avant que les travaux nécessaires entre les sessions n'aient eu lieu. Une date appropriée pourrait se situer début 2006, ce qui irait dans le sens des souhaits du Conseil de Direction d'UNIDROIT. Les travaux inter-sessions pourraient prendre diverses formes, de l'échange informel de courriels, à des réunions ou des séminaires régionaux. Ces occasions ne devraient pas impliquer uniquement des participants du Comité, mais également des praticiens du domaine qui n'avaient pas pris part à cette session. Comme point de départ des travaux inter-sessions, le Secrétariat distribuerait dès que possible tous les documents produits pendant la session sous la forme d'un document unique – tant sur papier par les moyens habituels de communication que sous format électronique sur le site internet d'UNIDROIT.

202. Enfin, une délégation du Comité plénier a proposé, suivie en cela par tous les participants, un vote de remerciements à l'endroit du Président, M. Kuhn, pour sa façon exceptionnelle de s'acquitter de sa présidence tout au long de la réunion.

**LISTE DES DOCUMENTS DISTRIBUES
ET INDEX DES ANNEXES**

- UNIDROIT 2004 - Etude LXXVIII - Doc. 18, *Avant-projet de Convention sur les Règles harmonisées de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire*, Rome, novembre 2004 (non reproduit dans ce rapport)
- UNIDROIT 2004 - Etude LXXVIII - Doc. 19, *Notes explicatives*, Rome, décembre 2004 (non reproduites dans ce rapport)
- UNIDROIT 2005 - Etude LXXVIII - Doc. 20, *Commentaires sur l'avant-projet de Convention*, apportés par la Finlande, l'Espagne, l'ISDA et EBF, Rome, mai 2005 (non reproduits dans ce rapport)
- UNIDROIT 2005 - Etude LXXVIII - Doc. 21, *Commentaires sur l'avant-projet de Convention*, apportés par l'Allemagne et les Etats-Unis d'Amérique, Rome, mai 2005 (non reproduits dans ce rapport)
- UNIDROIT 2005 - Etude LXXVIII - Doc. 22, *Commentaires sur l'avant-projet de Convention*, apportés par la Tunisie, Rome, mai 2005 (non reproduits dans ce rapport)
- *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme, Vers une sécurité juridique accrue pour les titres financiers détenus auprès d'un intermédiaire*, Edition spéciale 2005-1/2, Rome, mai 2005 (une copie par délégation, table des matières reproduite dans l'[Annexe 4](#))

Références : CEG/Titres/1

- W.P.1, *Ordre du jour* (reproduit dans l'[Annexe 2](#))
- W.P.2, *Proposition concernant la révision de l'article 2*, soumise par les Etats-Unis d'Amérique (reproduite dans l'[Annexe 5](#))
- W.P.3, "*Loi applicable*", *Rapport sur la signification et les objectifs dans l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT*, soumis par le Groupe de travail *ad hoc* (reproduit dans l'[Annexe 6](#))
- W.P.4, *Projet de rapport sur la session du CEG*, première partie (à présent incorporé dans le présent rapport)
- W.P.5, *Propositions de modification de l'avant-projet de Convention*, soumises par le Comité de rédaction (non reproduites dans ce rapport, incorporées dans UNIDROIT 2005 - Etude LXXVIII - Doc. 24)
- W.P.6, *Proposition concernant les suggestions de formulations sur la priorité, l'acquisition de bonne foi et la répartition des manques*, soumise par les Etats-Unis d'Amérique (reproduite dans l'[Annexe 7](#))
- W.P.7, *Proposition relative à l'insertion d'un article 16bis*, soumise par les Etats-Unis d'Amérique (reproduite dans l'[Annexe 8](#))
- W.P.8, *Proposition relative à une modification de l'article 17*, soumise par les Etats-Unis d'Amérique (reproduite dans l'[Annexe 9](#))

- INF.1 rev., *Liste définitive des participants* (reproduite dans l'[Annexe 3](#))
- INF.2, *Diapositives de présentation sur l'origine de l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT*, préparées par le Secrétariat (reproduites dans l'[Annexe 10](#))
- INF.3, *Commentaires soumis par Euroclear S.A* (reproduits dans l'[Annexe 11](#))
- INF.4, Document reproduisant un *Mémoire soumis par M. Richard Potok à l'attention du gouvernement australien*, soumis par la délégation australienne (reproduit dans l'[Annexe 12](#))
- INF.5, *Diapositives de présentation sur les Deux mécanismes fondamentaux de disposition*, préparées par le Secrétariat (reproduites dans l'[Annexe 13](#))
- INF.6, *Diapositives de travail sur le Transfert de titres et opérations de garantie (articles 3 et 4)*, préparées par le Secrétariat (reproduites dans l'[Annexe 14](#))
- INF.7, *Extrait de la Convention du Cap (articles 1 et 30)*, soumis par les Etats-Unis d'Amérique, (non reproduit dans ce rapport)
- INF.8, *Diapositives de présentation sur l'article 9 et les priorités*, préparées par la délégation australienne (reproduites dans l'[Annexe 15](#))
- INF.9, *Diapositives de présentation sur la réforme du droit en matière de compensation et de garantie*, préparées par l'observateur de l'ISDA (reproduites dans l'[Annexe 16](#))
- INF.10, *Diapositives de présentation sur Le mécanisme des articles 14-16*, préparées par le Secrétariat (reproduites dans l'[Annexe 17](#))

*Tous les documents identifiés comme "Doc." ou "W.P." sont des documents officiels et sont par conséquent disponibles en version anglaise et française.
Les documents identifiés comme "INF." sont informels et uniquement disponibles dans la langue dans laquelle ils ont été présentés.*

ORDRE DU JOUR

1. Adoption de l'ordre du jour
2. Organisation des travaux
3. Examen de l'avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire
4. Travaux futurs
5. Divers.

FINAL LIST OF PARTICIPANTS

LISTE DEFINITIVE DES PARTICIPANTS

MEMBERS / MEMBRES

ARGENTINA / ARGENTINE

Ms Beatriz G. BOSCHI
Minister
Embassy of Argentina in Italy

Mr Jorge Omar IREBA
Counsellor
Embassy of Argentina in Italy

Mr Hugo Raúl MEDINA
President
Comisión Nacional de Valores

Mr Claudio ROZENCWAIG
Secretary
Embassy of Argentina in Italy

AUSTRALIA / AUSTRALIE

Mr Richard POTOK
Visiting Fellow
University of New South Wales Law School

AUSTRIA / AUTRICHE

Mr Peter PÖCH
Rechtsanwalt / Lawyer
Oesterreichische Kontrollbank AG

Mr Matthias POTYKA
Judge
Adviser to the Federal Ministry of Justice

BELGIUM / BELGIQUE

M. Wouter BOSSU
Conseiller juridique
Banque nationale de Belgique

M. Jean-Pierre DEGUEE
Conseiller
Commission Bancaire, Financière et des
Assurances

Mr Diego DEVOS
Deputy General Counsel
Euroclear S.A.

Mr Gilles STUER
Juriste
Banque Nationale

BRAZIL / *BRESIL*

Ms Margarida AFONSO COSTA BAPTISTA
Head of Project Development
CBLC Brazilian Clearing & Depository
Corporation

Mr Joaquim Pedro PENNA
Second Secretary
Embassy of Brazil in Italy

Mr João André PINTO DIAS LIMA
Counsellor
Embassy of Brazil in Italy

Mr João Lauro PIRES VIEIRA DO AMARAL
International Relations Director
Brazilian Mercantile & Futures Exchange

CANADA

Mr Michel DESCHAMPS
Partner
McCarthy Tétrault, Barristers and Solicitors

Ms Manon DOSTIE
Counsel
International Private Law Section
Department of Justice

Mr Maxime PARÉ
Counsel
Market Regulation
Ontario Securities Commission

CHILE / *CHILI*

Mr Javier DIAZ
Attorney
Superintendencia de Valores y Seguros

**PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA /
*REPUBLIQUE POPULAIRE DE CHINE***

Mrs Wei CHEN
Legal Advisor
China General Tech Group Holding Limited

Mr Boahai HU
Division Chief
China Securities Regulatory Commission

Mrs Bin LU
Legal Advisor
Bank of China Limited

COLOMBIA / *COLOMBIE*

Miss Paula TOLOSA ACEVEDO
First Secretary
Embassy of Colombia in Italy

CROATIA / *CROATIE*

Mrs Senada DÜRRIGL
Head at the Office
Croatian Securities Commission

	Mr Miljenko FIČOR President Croatian Securities Commission
CZECH REPUBLIC / <i>REPUBLIQUE TCHEQUE</i>	Mr Lukáš VACEK Officer Ministry of Finance
DENMARK / <i>DANEMARK</i>	Mr Niels C. ANDERSEN Lawyer Danish Central Bank
	Mr Ulrik Rammeskov BANG-PEDERSEN Professor University of Copenhagen
	Mrs Marianne MAJBRINK ROSENBECK Financial Inspector
FINLAND / <i>FINLANDE</i>	Ms Tiina ASTOLA Director of Legislation Ministry of Justice
	Ms Marjut JOKELA Counsellor of Legislation Ministry of Justice
	Mr Janne LAUHA Head of Legal Unit Finnish Central Securities Depository Ltd.
FRANCE	M. Stéphane BERAUD Juriste Banque de France
	M. Nicolas CASTELL SAEI Ministère de la Justice
	Mr Hubert DE VAUPLANE Directeur juridique Banque de Financement et d'Investissement BNP Paribas
	Mr Philippe LANGLET Head of Legal Department of Global Securities Services Société Générale
	M. Antoine MAFFEI Avocat à la Cour De Pardieu Brocas Maffei

M. Alexis ZAJDENWEBER
Bureau des marchés financiers
Direction générale du Trésor et de la
politique économique
Ministère de l'Economie, des Finances
et de l'Industrie

GERMANY / ALLEMAGNE

Mr Olaf CHRISTMANN
Senior Legal Counsel
German Federal Bank

Mr Alexander DÖRRBECKER
Executive Assistant
Federal Ministry of Justice

Ms Dorothee EINSELE
Professor of Law
University of Kiel

Ms Marlene JÜCKSTOCK
Assistant to Mr Alexander Dörrbecker

Mr Jürgen THAN
Attorney at Law

GREECE / GRECE

Ms Anastasia LIVA
Directorate of Finance & Fiscal Affairs
Officer
Ministry of Economy and Finance

Mr Dimitris TSIBANOULIS
Legal Counsel
Bank of Greece

Mr Ioannis VOULGARIS
Professor of Private International and
Comparative Law
Demokritos University of Thrace

INDIA / INDE

Mr R. S. LOONA
Executive Director
Securities and Exchange Board of India

Mr Shashank SAKSENA
Joint Director
Ministry of Finance

ITALY / ITALIE

Ms Irene AMBROSI
Magistrate
Ministry of Justice

Mr Federico DE TOMASI
Senior Counsel
Bank of Italy

	Mrs Loretta FRETTONI Officer Bank of Italy
	Mr Marco MACHETTA Legal Advisor
	Ms Maria Chiara MALAGUTI Professor of Law Università degli Studi di Roma
	Mr Gianfranco TROVATORE Officer Consob
JAPAN / <i>JAPON</i>	Mr Hideki KANDA Professor of Law University of Tokyo
	Mr Saburo SAKAMOTO Attorney Civil Affairs Bureau Ministry of Justice
LUXEMBOURG	Melle Catherine Marie Marguerite DECKER Chargée de mission Ambassade du Luxembourg en Italie
	Mr Philippe DUPONT Partner Arendt & Medernach
MEXICO / <i>MEXIQUE</i>	Ms Ursula DOZAL Second Secretary Embassy of Mexico in Italy
NETHERLANDS / <i>PAYS-BAS</i>	Ms Gerdina M. TER HUURE Senior Legal Adviser Ministry of Justice
POLAND / <i>POLOGNE</i>	Mr Jacek MICHALCZYK Director of Legal Department National Depository for Securities
	Mr Hubert NAKONIECZNY Lawyer National Bank of Poland
	Mr Piotr PIŁAT Head of Unit - Capital Markets Financial Institutions Department
	Mr Ludwik Leszek SOBOLEWSKI Executive Vice-President National Depository for Securities

PORTUGAL	Ms Rafaela ROCHA Legal Counsel Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
REPUBLIC OF KOREA / <i>REPUBLIQUE DE COREE</i>	Mr Kwang-hyun SUK Legal Advisor Professor of Law Hanyang University
RUSSIAN FEDERATION / <i>FEDERATION DE RUSSIE</i>	Ms Natalia POVERINOVA Deputy Head of the Legal Department Ministry of Economic Development and Trade Mr Evgeny TYUSIN Legal Advisor Trade Representation of the Russian Federation in Italy
SLOVAKIA / <i>SLOVAQUIE</i>	Mr Milan PAKSI Counsellor Embassy of the Slovak Republic in Italy
SPAIN / <i>ESPAGNE</i>	Sr. D. Francisco GARCIMARTÍN ALFÉREZ Professor of Law Sr. D. Miguel MORA HIDALGO Senior Advisor (Treasury) Ministry of Economy and Finance
SWEDEN / <i>SUEDE</i>	Mr Lars AFRELL Director Ministry of Finance Ms Karin WALLIN-NORMAN Senior Legal Adviser Nordic Central Securities Depository
SWITZERLAND / <i>SUISSE</i>	Mr Hans KUHN Director Head of Legal Swiss National Bank Mr Luc THEVENOZ Professeur à l'Université de Genève; Membre de la Commission fédérale des banques
UNITED KINGDOM / <i>ROYAUME-UNI</i>	Mr Guy MORTON Partner Freshfields Bruckhaus Deringer

UNITED STATES OF AMERICA /
ETATS-UNIS D'AMERIQUE

Mr Harold BURMAN
Office of the Assistant Legal Adviser
for Private International Law
Office of the Legal Adviser
Department of State

Ms Joyce HANSEN
Deputy General Counsel
Federal Reserve Bank of New York

Mr Locke R. MCMURRAY
Counsel for Global Trading
Merrill Lynch

Mr Charles W. MOONEY
Professor
Uniform Law Commissioners
University of Pennsylvania Law School

Mr Jack WIENER
Deputy General Counsel
Managing Director
Depository Trust and Clearing Corporation

OBSERVERS / OBSERVATEURS

INTERGOVERNMENTAL ORGANISATIONS ORGANISATIONS INTERGOUVERNEMENTALES

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB) /
BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (BCE)

Mr Stefaan LOOSVELD
Senior Legal Counsel
Financial Law Division

EUROPEAN COMMISSION /
COMMISSION EUROPEENNE

Mr Klaus LÖBER
Seconded Expert
(Principal Legal Counsel ECB)

Mr Martin THOMAS
Detached National Expert

Mr Konstantinos TOMARAS
Administrator

HAGUE CONFERENCE ON PRIVATE
INTERNATIONAL LAW (HCCH) /
*CONFERENCE DE LA HAYE DE DROIT
INTERNATIONAL PRIVE (HCCH)*

Mr Christophe BERNASCONI
First Secretary

UNITED NATIONS COMMISSION ON
INTERNATIONAL TRADE LAW (UNCITRAL) /
*COMMISSION DES NATIONS UNIES POUR
LE DROIT COMMERCIAL INTERNATIONAL
(CNUDCI)*

Mr Spiros V. BAZINAS
Senior Legal Officer

**NON-GOVERNMENTAL ORGANISATIONS
ORGANISATIONS NON GOUVERNEMENTALES**

ASSOCIATION OF GLOBAL CUSTODIANS	Mr Robert J. SUSSMAN The Bank of New York Legal Division
CCP12	Ms Linda ZIEHMS Legal Counsel Deutsche Börse Group
COMMERCIAL FINANCE ASSOCIATION (CFA)	Mr Keith KARAKO Executive Committee Member
EUROPEAN BANKING FEDERATION (EBF) / <i>FEDERATION BANCAIRE EUROPEENNE</i> (FBE)	Ms Arianna MELLINI SFORZA Legal Adviser Mr Robert PRIESTER Head, Legal Department
INTERNATIONAL BAR ASSOCIATION (IBA) / <i>ASSOCIATION INTERNATIONALE DU</i> <i>BARREAU (IBA)</i>	Mr Pietro FULVIO Lawyer Ms Irene TAGLIAMONTE Lawyer Mr Claudio VISCO Studio Legale Macchi die Cellere Gangemi
INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION INC. (ISDA)	Ms Chiara BICCARI Associate Allen & Overy Mr Lawrence BRANDMAN Legal Director, Credit & Bankruptcy Vice President, Associate General Counsel Goldman Sachs & Co. Ms Lisa CURRAN Of Counsel Allen & Overy Mr Edward H. MURRAY Partner Allen & Overy and Chairman ISDA Collateral Law Reform Group Mr Peter WERNER Policy Director
EUROPEAN CENTRAL SECURITIES DEPOSITORIES ASSOCIATION (ECSDA)	Mr Ignacio GÓMEZ-SANCHA Iberclear

TRADE ASSOCIATION FOR THE EMERGING
MARKETS (EMTA)

Ms Sandra M. ROCKS
Outside Counsel
Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP

* * *

UNIDROIT ADVISORY COMMITTEE /
COMITE CONSULTATIF D'UNIDROIT

M. Hubert DE VAUPLANE
Directeur juridique
Banque de Financement et
d'Investissement
BNP Paribas
France

Mr Klaus J. HOPT
Professor of Law and Director
Max-Planck-Institut für ausländisches und
internationales Privatrecht
Germany

Mr Hideki KANDA
Professor of Law
University of Tokyo
Japan

Ms Roberta S. KARMEL
Professor of Law
Brooklyn Law School
United States of America

* * *

UNIDROIT SECRETARIAT / *SECRETARIAT D'UNIDROIT*

Mr Herbert KRONKE, Secretary-General / *Secrétaire Général*

Mr Philipp PAECH, Research Officer, *Secretary to the Committee of Governmental Experts /
Chargé de recherches, Secrétaire du Comité d'experts gouvernementaux*

Ms Alison MCMILLAN, Research Officer / *Chargée de recherches*

Ms Claire BARADAT, Recording Secretary (Intern) / *Secrétaire d'assemblée (stagiaire)*

Ms Perrine DAUBAS, Associate Research Officer / *Chargée de recherches associée*

Mr Matthias HAENTJENS, Recording Secretary (Intern) / *Secrétaire d'assemblée (stagiaire)*

Ms Isabelle DUBOIS, Secretary / *Secrétaire*

Ms Françoise GHIN, Secretary / *Secrétaire*

Ms Carla MILANI, Secretary / *Secrétaire*

UNIFORM LAW REVIEW

REVUE DE DROIT UNIFORME

NS - Vol. X

2005-1/2

ENHANCING LEGAL CERTAINTY OVER INVESTMENT SECURITIES HELD
WITH AN INTERMEDIARY – THE PRELIMINARY DRAFT UNIDROIT CONVENTION,
RELATED INTERNATIONAL INITIATIVES AND NATIONAL PERSPECTIVES

*VERS UNE SECURITE JURIDIQUE ACCRUE POUR LES TITRES FINANCIERS DETENUS
AUPRES D'UN INTERMEDIAIRE – L'AVANT-PROJET DE CONVENTION D'UNIDROIT, AUTRES INITIATIVES
INTERNATIONALES ET PERSPECTIVES NATIONALES*

Table of Contents – *Table des matières*

UNIDROIT – HARMONISING SUBSTANTIVE RULES WORLDWIDE / <i>L'HARMONISATION DES REGLES MATERIELLES</i>		<i>AU</i>
<i>NIVEAU UNIVERSEL</i>		
Preface / <i>Préface</i> Dr B. SEN	4	
Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary <i>Avant-projet de Convention d'UNIDROIT sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire</i>	10	
Explanatory Notes to the Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary <i>Notes explicatives sur l'avant-projet de Convention d'UNIDROIT sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres détenus auprès d'un intermédiaire</i> prepared by the UNIDROIT Secretariat / <i>préparées par le Secrétariat d'UNIDROIT</i>	36	

RELATED INTERNATIONAL INITIATIVES / AUTRES INITIATIVES INTERNATIONALES

The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities held with an Intermediary (<i>Hague Securities Convention</i>) Christophe BERNASCONI / Harry C. SIGMAN	117
The UNCITRAL Draft Legislative Guide on Secured Transactions Spiros V. BAZINAS	141
The Changing Legal Landscape for Clearing and Settlement in the European Union Klaus M. LÖBER	155

NATIONAL PERSPECTIVES / LES PERSPECTIVES NATIONALES

Canada – Les sûretés sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire en droit canadien Michel DESCHAMPS	189
China (People's Republic of) – How Law Reform Enhances Trading on the Chinese Capital Market DONG Ansheng / HAN Liyu	225
France – De la nature juridique des titres dématérialisés intermédiés en droit français Antoine MAFFEI	237
Germany – Modernising German Law : Can the UNIDROIT Project on Intermediated Securities Provide Guidance ? Dorothee EINSELE	251
The Preliminary Draft UNIDROIT Convention and Capital Market Practice in Germany Jürgen THAN	263
Japan – Legal Rules on Indirectly Held Investment Securities : The Japanese Situation, Common Problems, and the UNIDROIT Approach Hideki KANDA	271
Nordic countries – Direct or Indirect Holdings : a Nordic Perspective Lars AFRELL / Karin WALLIN-NORMAN	277
Poland – Is a Reform of the Polish Legal Framework Regarding Intermediated Securities Useful ? Michał ROMANOWSKI	285
Switzerland – New Legal Concepts regarding the Holding of Investment Securities for a Civil Law Jurisdiction : The Swiss Draft Act Luc THÉVENOZ	301
Annex(e) – Draft Federal Act on the Custody and Transfer of Securities Held with an Intermediary / <i>Projet de loi fédérale sur le dépôt et le transfert des titres intermédiés</i>	312

United Kingdom – The FMLC Report on Property Interests in Indirectly Held Investment Securities : an Analysis of the Need for and Nature of Legislation in the United Kingdom Annex – FMLC Principles For Investment Securities Statute	339
United States of America – Reflections on the Drafting of the 1994 Revision of Article 8 of the US Uniform Commercial Code Curtis REITZ	357

TEXTS OF RELATED INTERNATIONAL INSTRUMENTS / TEXTES D'INSTRUMENTS INTERNATIONAUX

Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities Held with an Intermediary <i>Convention de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire</i>	368
Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems <i>Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres</i>	390
Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements <i>Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière</i>	406
SELECTED BIBLIOGRAPHY / BIBLIOGRAPHIE SELECTIONNEE	433

The opinions expressed in the Review are solely those of their authors
Les opinions émises dans la Revue n'engagent que leurs auteurs

**PROPOSITION
CONCERNANT LA REVISION DE L'ARTICLE 2**

(soumise par la délégation des Etats-Unis d'Amérique)

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

Article 2

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

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

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

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

c) le droit, par instruction à l'intermédiaire pertinent, de transférer les titres au compte du même titulaire auprès d'un autre intermédiaire; à condition que cela ne nécessite pas de la part de l'intermédiaire pertinent l'ouverture, directement ou indirectement, d'un compte de titres auprès d'un autre intermédiaire ;

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

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

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

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

b) sauf si la Convention, les termes de la convention de compte pertinente, les contrats d'émission des ~~tout-titres pertinents~~ ou la loi en vertu de laquelle ~~tout-les titres est-sont~~ créés en dispose autrement, ils peuvent prendre effet seulement à l'égard de l'intermédiaire pertinent].

3. - Lorsque pour les besoins de l'alinéa a) du paragraphe 1 l'intervention de l'intermédiaire pertinent est requise, la Convention ne confère pas ces droits au titulaire du compte dans la mesure où la réalisation de tels droits :

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

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

~~(a) n'appartient pas à l'intermédiaire pertinent, bien que dans ces circonstances de tels droits puissent autrement être conférés au titulaire du compte par [la loi applicable] ;~~

~~(b) nécessiterait de la part de l'intermédiaire pertinent d'agir de manière incompatible par rapport aux normes commerciales raisonnables, ou dans la mesure où la [loi applicable] ou les contrats des titres l'interdit ; ou~~

~~(c) est cédée par le titulaire du compte dans la convention de compte pertinente.~~

4. - L'obligation d'exécution de toute obligation de l'intermédiaire pertinent sera remplie si l'intermédiaire pertinent agit conformément à ces obligations :

(a) telles que convenues entre le titulaire du compte et l'intermédiaire dans la convention de compte pertinente ou, en l'absence d'une telle convention de compte, conformément aux normes commerciales raisonnables;

(b) conformément à [la loi applicable] qui impose le contenu de l'obligation pesant sur l'intermédiaire pertinent ;

(c) conformément à la [loi applicable] ou aux droits de l'intermédiaire pertinent résultant d'une sûreté en vertu d'un contrat de garantie avec le titulaire du compte qui pourrait modifier ces obligations ; ou

_____ (d) le titulaire du compte étant en mesure d'exercer lui-même de tels droits.

Annexe 6

"LOI APPLICABLE" – RAPPORT SUR LA SIGNIFICATION ET LES OBJECTIFS DANS L'AVANT-PROJET DE CONVENTION D'UNIDROIT

(soumis par le Groupe de travail *ad hoc* sur l'expression "loi applicable")

I. Questions à ne pas perdre de vue lors de la définition de l'expression "loi applicable" ou de son substitut

1) Situations envisagées

- La Convention [la nature de l'instrument restant ouverte] s'applique dans des cas de figure purement internes ("directement", sans qu'un conflit de lois surgisse)
- La Convention s'applique dans des situations internationales, c'est-à-dire lorsque la disposition pertinente de conflits de lois désigne un Etat qui est un Etat contractant à la Convention (Note : le Groupe a délibérément écarté la question des Etats à plusieurs unités –mais il conviendra de revenir sur cette question à un certain stade)
- En termes de rédaction, lors de la définition de l'expression "loi applicable" ou de son substitut, il conviendra d'éviter, dans la mesure du possible, d'opérer une distinction entre les situations *internationales* et les situations *purement internes*

2) Application par l'Etat contractant ou non

- Dans des situations internes, la Convention sera seulement appliquée par l'Etat contractant
- Dans des situations internationales, la Convention sera appliquée lorsque les dispositions pertinentes de conflit de lois renvoient vers l'Etat contractant, même si l'Etat du for n'est pas un Etat contractant à la Convention (décision laissée au DIP du for)

3) Corps de règles désignées

- La Convention n'est pas un code exhaustif couvrant l'ensemble des règles de droit matériel pertinentes à son sujet –elle laisse de la place pour d'"autres" règles de l'Etat ("reste du droit", mais les règles posées par la Convention prévalent)
- Les références faites dans la Convention sur la loi applicable devraient toujours avoir une signification identique

II. Formulation actuelle

- Formulation actuelle des articles 1(3) et 1(5) est légèrement disfonctionnelle (l'expression "loi applicable" étant traditionnellement utilisée dans un contexte de conflit de lois ; les références à l'"Etat contractant" semblent être trop restrictives)
- Note explicative actuelle de l'article 1(5) inadéquate dans la mesure où elle fait référence au renvoi (cela est une question de conflit de lois, et non pas de droit matériel)

III. Suggestion de nouvelle rédaction pour les dispositions pertinentes

Chapitre I – Définitions, champ d'application et interprétation

Article 1(1)(m):

"**droit interne non conventionnel**" d'un Etat contractant désigne les dispositions internes de cet Etat, autres que celles prévues par cette Convention

La Note explicative pourrait énoncer que :

- La Convention d'UNIDROIT prévoit un premier ensemble de règles (noyau), et le droit de CE MEME Etat contractant forme un deuxième ensemble de règles (qui remplit les "vides" délibérément laissés par la Convention) ; la portée exacte et les limites de chaque ensemble de règles relève d'une décision politique devant être prise par l'Assemblée plénière et qui n'ont pas été discutées par le Groupe
- La référence au droit interne non conventionnel comprend la totalité du droit de l'Etat contractant, et non pas seulement le "droit des titres"

Article 1 bis:

Cette Convention s'applique lorsque les règles de droit international privé de l'Etat du for renvoie à la loi d'un Etat contractant à cette Convention.

La Note explicative pourrait énoncer que :

- La disposition sur le conflit de lois pertinente de la Convention de La Haye sur les titres ou, si la CFI n'est pas applicable, toute autre règle pertinente
- La question du renvoi est laissée au DIP du for (Note : le renvoi est exclu selon la CFI)
- Elle couvre aussi les situations purement internes
- Les questions concernant des matières qui ne sont pas régies par cette Convention sont régies par la loi désignée par les règles de conflit de lois pertinentes

Article 1 ter:

Les questions concernant des matières régies par cette Convention mais qui ne sont pas expressément réglées dans la Convention, doivent être résolues conformément aux principes généraux sur lesquels elle est fondée ou, en l'absence de tels principes, conformément au droit interne non conventionnel.

La Note explicative pourrait énoncer que :

- Système à trois niveaux : texte de la Convention -Principes généraux -Loi applicable

Article 1 quater:

Pour la mise en oeuvre, l'interprétation et l'application de cette Convention, il convient de tenir compte de ses objectifs, de son caractère international et de la nécessité de promouvoir l'uniformité et la prévisibilité de son application.

IV. Nécessité d'examiner toutes les références à la loi applicable contenues dans l'instrument

- Dans une première étape, toutes les références à la "loi applicable" dans l'actuel avant-projet de Convention devraient être remplacées par "droit interne non conventionnel" (au moins "intellectuellement")
- Deuxièmement, une analyse attentive et complète du texte entier de la Convention devrait être effectuée afin d'évaluer si toutes les références au "droit interne non conventionnel" sont correctes à la lumière de la définition de cette expression.
- Le Groupe de travail a déjà examiné une série de références et a abouti aux résultats intermédiaires suivants :

Article 2(1)(d):

Remplacer "la loi applicable" par "la loi en vertu de laquelle les titres sont créés"

La Note explicative pourrait énoncer que :

- Traditionnellement, la loi en vertu de laquelle les titres sont créés est la *lex societatis* pour des parts, et la *loi de l'émission* pour des obligations
- Il n'y a pas de conflit avec la Convention de La Haye sur les titres puisque les droits et obligations d'un émetteur sont exclus de son champ d'application (ils ne sont pas inclus dans l'article 2(1) et expressément exclus de l'article 2(3)(c))
- La loi en vertu de laquelle les titres sont créés s'applique que l'Etat dont le droit s'applique soit un Etat contractant à l'instrument d'UNIDROIT ou pas
- Les règles impératives au plan international du for ou d'un Etat tiers demeurent applicables

Article 2(3)(b):

Remplacer "la convention de compte [et la loi applicable]" par "la loi applicable en vertu des règles de droit international privé"

La Note explicative pourrait énoncer que :

- La loi applicable à la responsabilité d'un intermédiaire d'exécuter les obligations contenues dans l'article 2(3)(b) peut être, par exemple, la loi régissant la convention de compte (contrat) ou la loi applicable en matière de responsabilité délictuelle (en fonction de la qualification retenue par l'Etat du for)
- Il n'y a pas de conflit avec la Convention de La Haye sur les titres puisque les obligations contenues dans l'article 2(3)(b) de l'instrument d'UNIDROIT n'entrent pas dans le champ d'application de la Convention de La Haye sur les titres (pas inclus dans l'article 2(1), voir aussi article 2(3)(a))

Article 3(3), (6)[probablement supprimé] et (7):

Pas de modification requise [autre que le remplacement de "loi applicable" par "droit interne non Conventionnel"]

PROPOSITION

(préparée par la délégation des Etats-Unis d'Amérique)

**Suggestions de formulations du texte et exemples pour des discussions:
Priorité, acquisition de bonne foi, et répartition**

Les revendications concurrentes sur des comptes de titres et les droits correspondants aux titres intermédiés constituent les dispositions les plus importantes du texte de l'avant-projet. Une première discussion de ces questions lors de la réunion plénière n'a pas abouti à un consensus. Suivent des suggestions de formulations du texte de la Convention qui illustreront le fonctionnement des questions sur les priorités que nous avons discutées. Une refonte supplémentaire sera bien évidemment nécessaire, mais les formulations pourront s'avérer utiles pour la discussion. Quelques exemples illustrent ces suggestions de formulations des règles de priorité de base.

De manière générale, l'approche suggérée pour la discussion consisterait à éliminer les conflits entre les titulaires de comptes d'un même intermédiaire portant sur la priorité fondée sur le moment (soit "premier dans le temps" en vertu de l'article 9 soit "dernier dans le temps" en vertu de l'article 10). Au lieu de cela, lorsqu'un intermédiaire ne peut satisfaire toutes les revendications des titulaires de comptes pour une émission donnée de titres, l'approche de la répartition au pro rata de l'article 16 serait invoquée. Lorsqu'un intermédiaire peut satisfaire toutes les revendications, il n'y aura bien entendu pas de litige sur la priorité. En vertu de cette approche, l'article 9 résoudrait, selon la règle du "premier dans le temps", des litiges portant sur la priorité entre des droits concurrents sur un compte de titres et les titres intermédiés correspondants détenus auprès d'un intermédiaire donné. L'article 10 prévoirait une règle s'appliquant à défaut. Dans la mesure où l'avant-projet actuel ne dit rien sur les circonstances dans lesquelles les articles 9 et 10 s'appliqueraient, ce document de discussion procure un cadre pour l'avancée de la discussion.

Suggestions de formulations du texte de l'avant-projet de Convention:

Article 5

1. - Un débit ou un crédit de titres sur un compte de titres ou une inscription identifiée n'est pas opposable à moins que l'intermédiaire pertinent ne soit autorisé à effectuer le débit, le crédit ou l'inscription identifiée

- (a) Par le titulaire du compte et, dans le cas d'un débit ou d'une inscription désignée relatifs aux titres intermédiés soumis à une sûreté constituée en vertu de l'article 4, par le preneur de garantie; ou
- (b) Par le droit interne non conventionnel.

[N.B. Cette formulation de l'article est en grande partie identique à la version discutée par le comité de rédaction.]

Article 9

1. - Cet article s'applique aux droits concurrents résultant de l'article 4 sur le même compte de titres ou sur des titres intermédiés relatifs au compte.

[Renommer les paragraphes restants.]

6.- Cet article est soumis à l'article 16.

Article 10

1. - Cet article s'applique aux droits résultant des articles 3 et 4:

(a) auxquels l'article 9 ne s'applique pas; et

(b) qui ne sont pas relatifs aux comptes de titres ou titres intermédiés détenus auprès du même intermédiaire.

[Renommer les paragraphes restants.]

6.- Cet article est soumis à l'article 16.

Article 16

2. - Lorsqu'un titulaire de compte a constitué une ou plusieurs sûretés en vertu de l'article 4 sur un compte de titres ou des titres intermédiés relatifs au compte de titres, la répartition au titulaire du compte en vertu du paragraphe 1 doit être effectuée en premier lieu aux titulaires des sûretés selon leur rang.

[Renommer paragraphe 2 en 3.]

Exemples :

1. Conflit de priorité entre deux Titulaires de Comptes, Intermédiaire commun

Concept le plus fondamental : La priorité et les droits ne devraient pas dépendre de la question (i) de savoir quand le Titulaire de Compte reçoit un crédit concernant une émission de titres donnée ou (ii) de la chronologie ou des caractéristiques de la réception par l'intermédiaire de titres ou de titres intermédiés auprès d'un autre intermédiaire.

Le titulaire du compte ne peut avoir connaissance de ces faits, non pertinents dans la plupart des cas. C'est la raison pour laquelle l'article 16(1) appelle à la répartition au pro rata entre les titulaires de comptes revendiquant la même émission d'un titre lorsque leur intermédiaire commun est insolvable et lorsqu'on constate une quantité manquante pour de cette émission. Si l'intermédiaire peut satisfaire toutes les revendications des TC, il n'existe pas de contestation pertinente sur le rang. Ni l'article 9 ni l'article 10 ne devraient influencer sur la résolution des questions de rang entre les TC auprès d'un même intermédiaire. Cela devrait être le cas, qu'un titulaire de compte ait reçu ou non son crédit dans des circonstances dans lesquelles il détient les droits découlant du compte à titre de sûreté. Cette éventualité constitue l'exemple suivant.

2. Conflit de priorité entre Bénéficiaire de la garantie et Titulaires de Comptes ; Intermédiaire commun

Ceci s'envisage lorsque le titulaire du compte constitue une sûreté en faveur d'un bénéficiaire. Soit : (i) les titres donnés en garantie sont crédités au profit du bénéficiaire (c'est-à-dire, comme pour un titulaire de compte) ou dans les livres de l'intermédiaire (auquel cas le titulaire du compte n'a plus de droits sur les titres intermédiés) ; soit (ii) l'intermédiaire procède à une identification ou toute autre démarche en vertu de l'article 4 qui rend la sûreté opposable aux tiers. Dans chacune de ces situations, les actifs en jeu sont le compte de titres pour le titulaire ou les titres intermédiés pour l'intermédiaire. Comme cela a été précisé précédemment, si l'intermédiaire devient insolvable et qu'une quantité manquante est constatée, alors le bénéficiaire de la garantie (soit en tant que bénéficiaire identifié soit en tant que titulaire de compte) devrait répartir ce manque au pro rata, puisque ses droits découlent de ceux du titulaire du compte.

Illustration:

Le titulaire de compte 1 constitue, au profit du bénéficiaire, une sûreté opposable en vertu de l'article 4 sur le compte de titres détenu auprès d'un intermédiaire. L'intermédiaire débite illégalement (c'est-à-dire sans l'autorisation du bénéficiaire) le compte et crédite celui du titulaire de compte 2. Le crédit effectué en faveur du titulaire de compte 2 est opposable et (nous supposons) ne fait pas l'objet d'une contre-passation (le titulaire de compte 2 a payé l'intermédiaire pour les titres intermédiés). Le bénéficiaire de la garantie conserve ses droits car le débit n'était pas opposable en vertu de l'article 5(1) (tel que révisé comme suggéré). Si l'intermédiaire a un nombre de titres ou des titres intermédiés suffisants pour satisfaire le titulaire de compte 2 et le bénéficiaire de la garantie, il n'y a pas de litige portant sur le rang. Sinon, l'article 16(1) s'applique ainsi que la répartition au pro rata.

3. Conflit de priorité entre Acquéreur ou Bénéficiaire de la garantie et Titulaires de Comptes de l'Intermédiaire originel

Le Titulaire de Compte 1 de l'Intermédiaire 1 constitue une sûreté en faveur d'un bénéficiaire sur, ou transfère en pleine propriété au bénéficiaire, certains des droits attachés aux titres détenus sur le compte du titulaire de compte 1. Le titulaire de compte 1 ordonne à l'intermédiaire 1 de transférer les titres pertinents sur le compte du bénéficiaire par le biais de l'intermédiaire 2 (l'intermédiaire 2 peut ou non être un intermédiaire direct au niveau supérieur auprès duquel l'intermédiaire 1 détient les titres pertinents). Le crédit sur le compte du bénéficiaire par le biais de l'intermédiaire 2 rend la sûreté du bénéficiaire opposable aux tiers en vertu de l'article 4. Par la suite, l'intermédiaire 1 devient insolvable et on constate une quantité manquante dans les titres pertinents. Ni les titulaires de comptes de l'intermédiaire 1 ni l'administrateur d'insolvabilité de l'intermédiaire 1 ne devraient pouvoir exercer une quelconque revendication, encore moins au niveau supérieur, sur des titres intermédiés du bénéficiaire détenus auprès de l'intermédiaire 2. Le bénéficiaire a acquis ses titres exempts de revendication en vertu de l'article 10 (supposant la bonne foi requise, etc...). L'article 9 ne devrait pas s'appliquer et les titulaires de compte de l'intermédiaire 1 ne devraient pas avoir un rang supérieur en vertu de la règle "premier dans le temps".

4. Conflit de priorité entre Bénéficiaire 1 et Bénéficiaire 2, Intermédiaire commun

Revenons à présent au tout premier exemple, dans lequel le titulaire du compte constitue une sûreté au profit d'un bénéficiaire sur son compte de titres. Supposons que l'intermédiaire procède à une identification ou toute autre démarche en vertu de l'article 4 qui rend la sûreté du bénéficiaire

opposable aux tiers. Par la suite, le titulaire du compte constitue une autre sûreté sur le compte de titres en faveur de l'intermédiaire lui-même, qui est également opposable aux tiers en vertu de l'article 4. A présent, enfin, nous voyons le fonctionnement de la règle du "premier dans le temps" de l'article 9. La sûreté du bénéficiaire, ayant été opposable en premier, a un rang supérieur à la sûreté de l'intermédiaire. En d'autres termes, l'article 9 régit les rangs des sûretés concurrentes sur un compte de titres ou sur des titres intermédiaires détenus auprès du *même intermédiaire*.

a. Modifions l'exemple en inversant le moment. Dans ce cas, l'intermédiaire gagnerait. Toutefois, dans la réalité, il se pourrait que l'intermédiaire ne consente jamais à rendre opposable la sûreté du bénéficiaire en raison de ses intérêts, et même si l'intermédiaire a la priorité.

b. Modifions le plus encore, supposons que le bénéficiaire soit premier dans le temps mais que sa démarche en vue de rendre sa sûreté opposable consiste au crédit sur un compte détenu auprès de l'intermédiaire de manière à devenir un titulaire de compte. L'intermédiaire pourrait-il de surcroît constituer une sûreté sur le compte de ce titulaire dans la mesure où il n'est titulaire d'un compte où sont inscrits des titres pertinents ? Le cas échéant, l'intermédiaire pourrait-il procéder à une identification opposable en vertu de l'article 4 en faveur du bénéficiaire, avec comme débiteur le titulaire de compte, dans la mesure où les titres pertinents sont à présent crédités sur le compte du bénéficiaire ? Et, de façon réaliste, le ferait-il ? La réponse à toutes ces questions serait probablement négative. La Convention devrait envisager ces scénarios de manière expresse.

PROPOSITION

(soumise par la délégation des Etats-Unis d'Amérique)

Article [16 bis]

[Limitations des obligations de l'intermédiaire]

1. - Un intermédiaire remplit toutes les obligations qui lui incombent conformément à cette Convention si:

(a) l'intermédiaire agit conformément à ces obligations tel que cela est convenu dans la convention de compte; ou

(b) en l'absence d'une telle convention de compte, l'intermédiaire agit de façon diligente conformément aux normes commerciales raisonnables dans l'exécution de ces obligations.

2. - Si le contenu de l'obligation d'un intermédiaire en vertu de cette Convention lui est imposé par le droit interne non conventionnel, le respect de ce droit entraîne la réalisation de cette obligation.

3. - Cet article est soumis aux limitations mentionnées dans l'article 2(3). *[Les exceptions de l'article 2 (3), telles que modifiées par le Comité de rédaction, devraient s'appliquer à toutes les obligations des intermédiaires en vertu de cette Convention.]*

PROPOSITION

(soumise par les Etats-Unis d'Amérique)

CHAPITRE VI – RELATIONS AVEC LES EMETTEURS DE TITRES SYSTEMES INTERMEDIÉS

Article 17

[Position des émetteurs de titres Détenation dans le cadre de systèmes intermédiés]

1. - Tout(e) disposition de la [loi applicable / droit interne non conventionnel] d'un Etat contractant et toute disposition des contrats d'émission de titres régis par la loi d'un Etat contractant, qui empêcherait la détention de titres auprès d'un intermédiaire ou l'exercice effectif indirect par un titulaire du compte auprès de l'intermédiaire des droits relatifs aux titres détenus auprès d'un intermédiaire doit faire l'objet d'une modification afin de permettre la détention desdits titres auprès d'un intermédiaire et l'exercice effectif desdits droits ¹.

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

a) qui restreint la capacité d'un détenteur de titres un intermédiaire d'exercer le droit de vote ou et les autres droits de manière différenciée, conformément aux instructions reçues par l'intermédiaire de la part d'un ou plusieurs titulaires de comptes ;

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

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

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

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

d) en vertu de laquelle la reconnaissance de la détention de titres par un intermédiaire ou l'exercice de droits par un titulaire du compte est soumis à la condition que ces titres matériels ou autres soient enregistrés sur un support prédéfini²;

¹ Cet article devrait être modifié afin de rendre plus clair que: (a) alors que le droit devraient autoriser les titres dématérialisés, un émetteur pourrait choisir d'émettre des titres sous la forme de certificats si le droit supranational le permet; et (b) cet article n'impose pas à tout intermédiaire d'accepter toute émission ou catégorie de titres comme pouvant être compris dans les services de l'intermédiaire.

² Ceci devrait seulement s'appliquer aux lois, et non aux contrats de titres; cela devrait peut-être faire l'objet d'un article séparé.

e) qui impose des restrictions à la ~~détention~~ conservation de titres ou à l'exercice des droits attachés aux titres en fonction de l'identité, de la qualité, de la résidence, de la nationalité ou du domicile ou d'autres caractéristiques ou circonstances relatives à toute personne agissant en qualité d'intermédiaire³ nécessitant la conservation des titres seulement à l'intérieur du pays de leur émission.

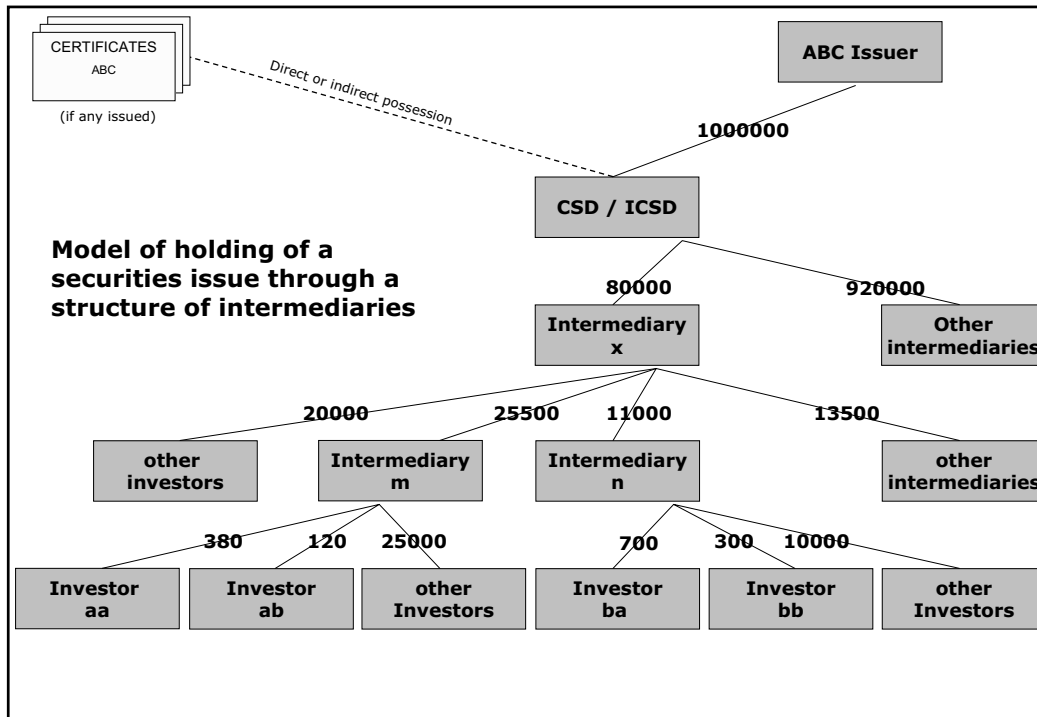
~~¶. — Sous réserve des paragraphes précédents, aucune disposition de la présente Convention n'impose à un émetteur de titres d'être tenu envers une personne par, ou oblige un tel émetteur à reconnaître à une telle personne, un droit sur, ou relatif à de tels titres qui serait plus étendu ou dont la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

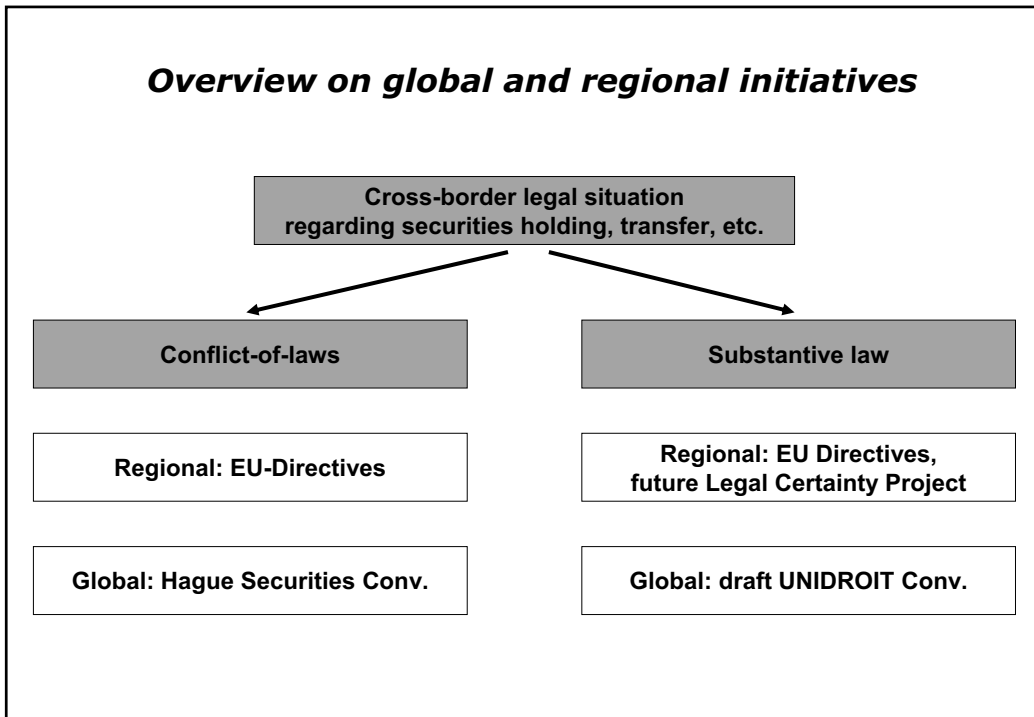
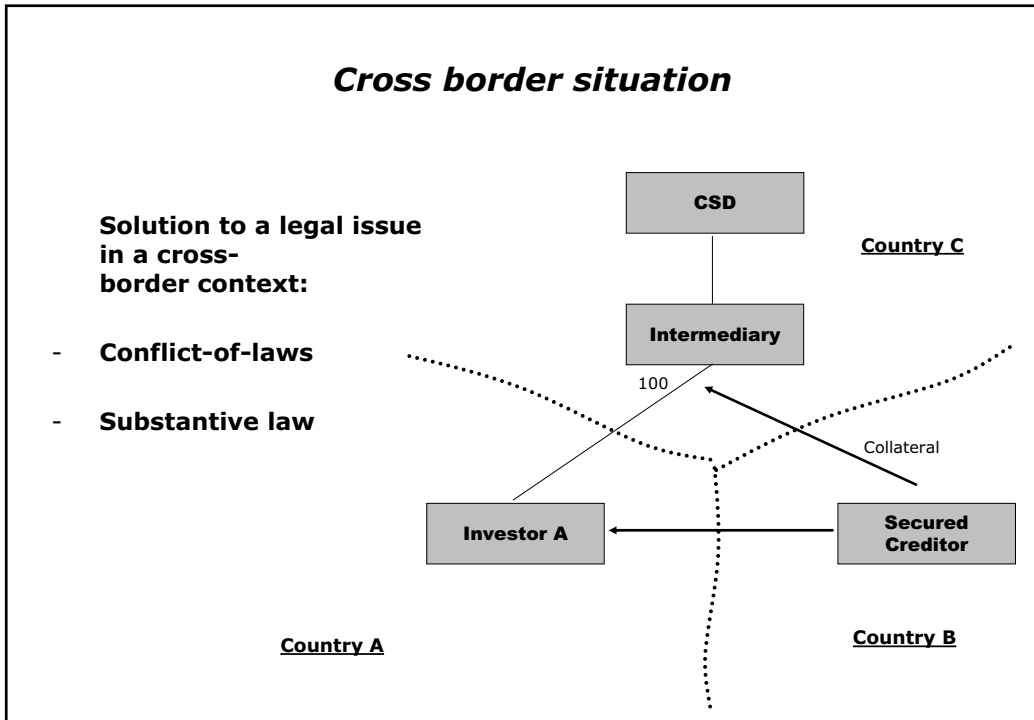
³ Le langage employé ici est trop large, et devrait être revu, sinon supprimé.

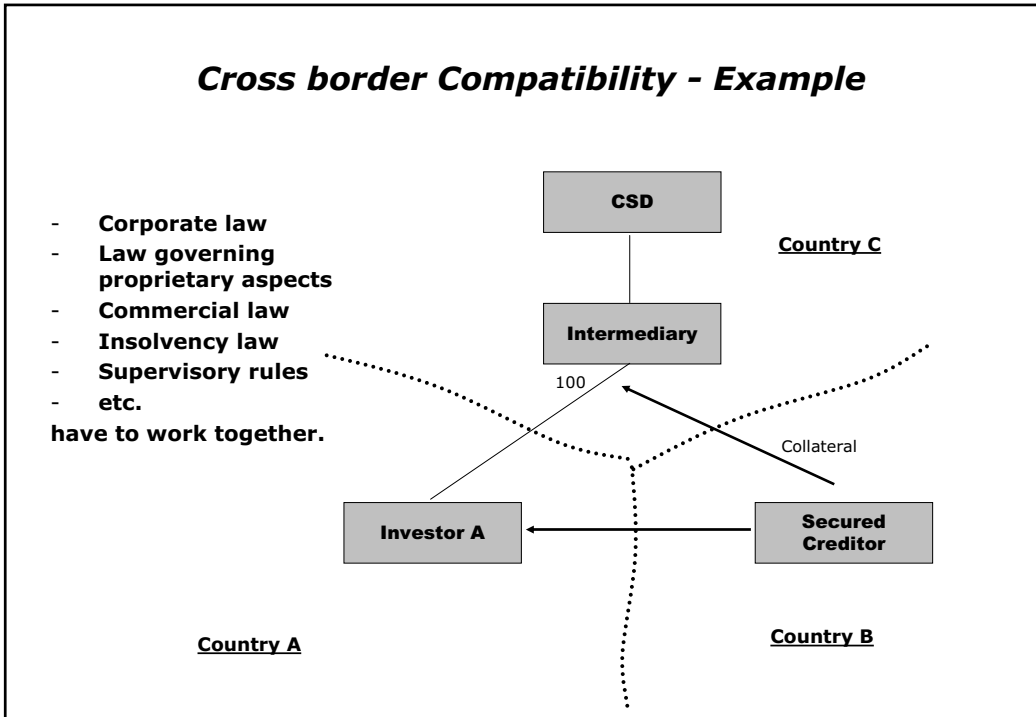
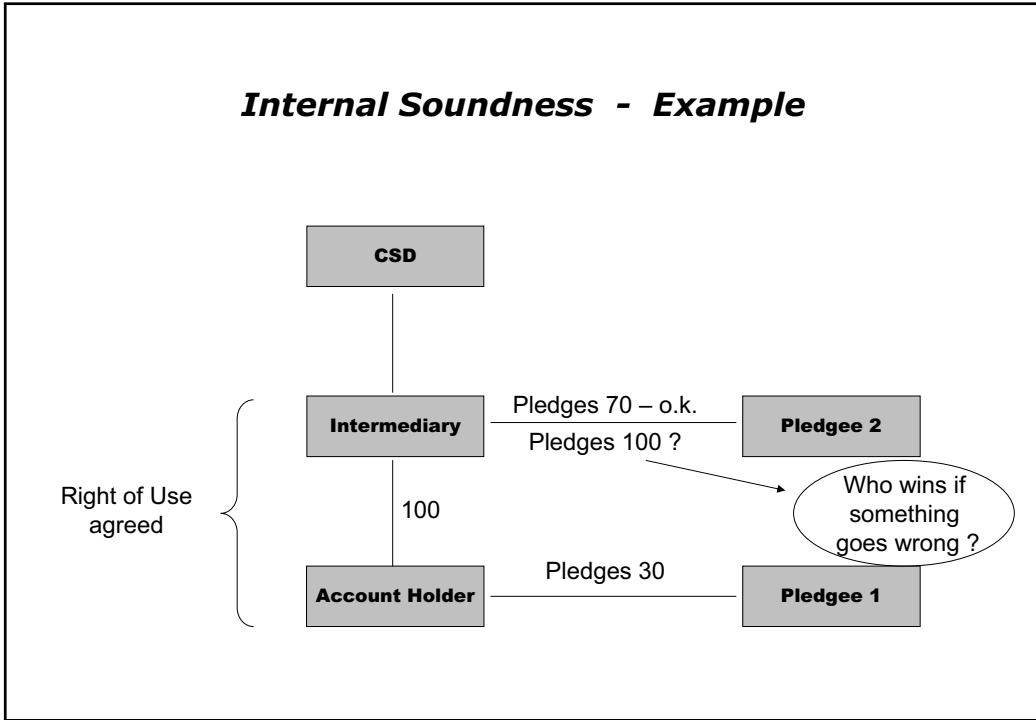
General Background of the Unidroit preliminary draft Convention

First session of the CGE
on intermediated securities

- UNIDROIT Secretariat -







Annexe 11

**International Institute for the Unification of Private
Law (UNIDROIT)**

Via Panisperna, 28
00184 Rome
ITALY

Attn. Dr Philipp Paech

Brussels, 4 April 2005

Subject: Preliminary draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding
Securities Held with an Intermediary (Study LXXVIII – Doc. 18)

Dear Sirs,

The Euroclear Group would like to take the opportunity to submit a few comments on the above-mentioned draft convention. The Euroclear group comprises Euroclear Bank, an (I)CSD based in Brussels, as well as Euroclear France, Euroclear Nederland and CRESTCo, the central securities depositories of France, the Netherlands, and the UK and Ireland, respectively. The CSD of Belgium, CIK, is expected to join the group later in 2005.

As you know, the Euroclear Group has followed this project closely in the past and welcomes UNIDROIT's initiative to provide a legal framework for intermediated securities holdings which can serve as a reference on a worldwide basis. We very much appreciate the work carried out by Unidroit and the relevant Unidroit study group as reflected in the quality of the draft Convention published by Unidroit in December 2004.

At this stage, in view of the forthcoming first session of the Unidroit Committee of governmental experts, we would like to share with you two important concerns on the draft Convention in its current form.

- We believe Article 2(1)(a) needs to clarify that a deposit of securities with an intermediary confers rights on the account holder irrespective of whether it has deposited the securities on its own behalf or on behalf of its clients (e.g. as custodian, trustee or other capacity under the relevant law). The use of the words "for his own account" seems to unduly limit the application of Article 2(1) with the consequence that underlying clients of an account holder would be deprived of their exercise of their rights through the account holder. This is because the account holder, itself, would be unable to exercise the rights through the intermediary.

- Contrary to the spirit of the explanatory memorandum, the wording of Article 14 (paragraph 5 in particular) seems to restrict the possibilities of an intermediary to contractually limit its liability or otherwise determine how to handle an insufficiency of securities. We do not believe it would be objectively justified to limit the possibility for contractual allocation of short falls between the intermediary and its account holders to those situations where the use of the upper-tier intermediary is “compulsory”. Not only would it unduly penalise an intermediary which has been diligent in selecting a “non-compulsory” upper tier intermediary. It would also increase the systemic risk of a knock-on effect of the insolvency of the upper-tier intermediary onto the next, lower-level intermediary because of the latter’s inability to pass on the loss to its account holders. We therefore believe that the inclusion of Article 14(5) needs to be reconsidered.

We thank you for this opportunity to comment.

Yours sincerely,

Marianne Sandel
Director
Assistant General Counsel

Diego Devos
Director
Deputy General Counsel

**MEMORANDUM SUBMITTED BY MR RICHARD POTOK TO THE
GOVERNMENT OF AUSTRALIA AS PART OF THE AUSTRALIAN
RESPONSE TO THE JUNE 25, 2004 DRAFT OF THE EXPLANATORY
REPORT TO THE HAGUE SECURITIES CONVENTION AND DESCRIBING
THE CHESSE SYSTEM OPERATING IN AUSTRALIA.**

MEMO

To: Ruth Smith (Treasury)
Sumit Parikh (Treasury)
Paul Taylor (Attorney-General's Department)

From: Richard Potok

Date: 22 September 2004

Subject: Application of the Hague Securities Convention to CHESSE

During the recent consultation process in relation to draft explanatory report to the Hague Securities Convention (the "draft ER"), significant concerns were raised by representatives of industry that the current draft ER does not clarify whether the Convention applies to commonly used holding patterns for securities in Australia and, in particular, to the holding pattern for equity securities.

This memorandum considers two hypothetical fact situations in an attempt to analyse the adequacy of the Convention text and the draft ER to issues relating to the application of the Convention to the Australian Clearing House and Electronic Sub-register System ("CHESSE").

We conclude that those undertaking the task of applying the Convention to fact patterns involving CHESSE would benefit greatly from further explanation in the final version of the explanatory report (the "final ER"). There is a need for clarification whether the CHESSE system is "in" or "out" of the Convention. Our expectation is that, like CREST in the UK, it does fall within the scope of the Convention. Once this has been clarified, a full analysis can be undertaken with the final ER in hand to determine whether it is advisable in relation to CHESSE to follow CREST's example and decide to make a declaration under Article 1(5) (opting out of the Convention).

The need for further guidance and clear examples is not limited to the applicability of the Convention to the CHESSE system but would be helpful for other significant types of holding patterns that are at variance with the commonly used "depository" model (as found in DTC, Euroclear or Austraclear).

In particular, further guidance is required in situations where there is an institution that acts both (i) in the capacity of registrar for the issuer and (ii) has a relationship with the account holder. Clarification is required to differentiate between:

- a "mere" registrar, which, if it were the only potential "intermediary" in a holding pattern, would result in the Convention not applying at all (see Article 1(3)(a)); and
- more than a "mere" registrar, which would be considered an intermediary triggering the application of the Convention (pursuant to what is described below as the "Catchall Extension" in Article 1(4)).

A. INTRODUCTION – CHESS AND CREST

In Australia, currently, 74% of equity securities (on the basis of market capitalization) are held through the CHESS system. CHESS is an electronic book-entry register of holdings of approved securities that facilitates the transfer and settlement of market transactions between ASX Settlement and Transfer Corporation Pty Ltd ("ASTC", the operator of the CHESS system) and its participants. Under Australian corporate law, the issuer must maintain registers for owners of securities. Australian issuers have a contractual arrangement with ASTC to maintain the CHESS sub-register as agent for the issuer. The CHESS sub-register is one of a number of sub-registers that together make up the issuer's register.

There are two main issues that arise in relation to CHESS:

- First, will the Convention apply in a situation where a participant in CHESS holds securities for its own account through the CHESS system?
- Secondly, will a participant in CHESS, who acts as a "sponsoring participant" for the owner, be considered an "intermediary"?¹

Although the draft ER does not consider CHESS, the CREST system is considered in some detail. CHESS appears to be similar in many respects to CREST. In para 1-36, it is explained that the CREST system is an electronic system for the transfer of securities that is operated by CRESTCo Limited ("CRESTCo"). CRESTCo maintains records of holdings direct from issuers. Persons acquiring securities through CREST are credited in its records. There are two variants in the UK: one for UK-issued shares; and one for foreign issued shares. In relation to UK-issued shares, the CREST record constitutes the sole register of the issuer and therefore the primary record of entitlement. This appears to have sufficient similarities to the CHESS system to be of assistance.

B. FACT PATTERN 1 – DIRECT PARTICIPANT IN CHESS

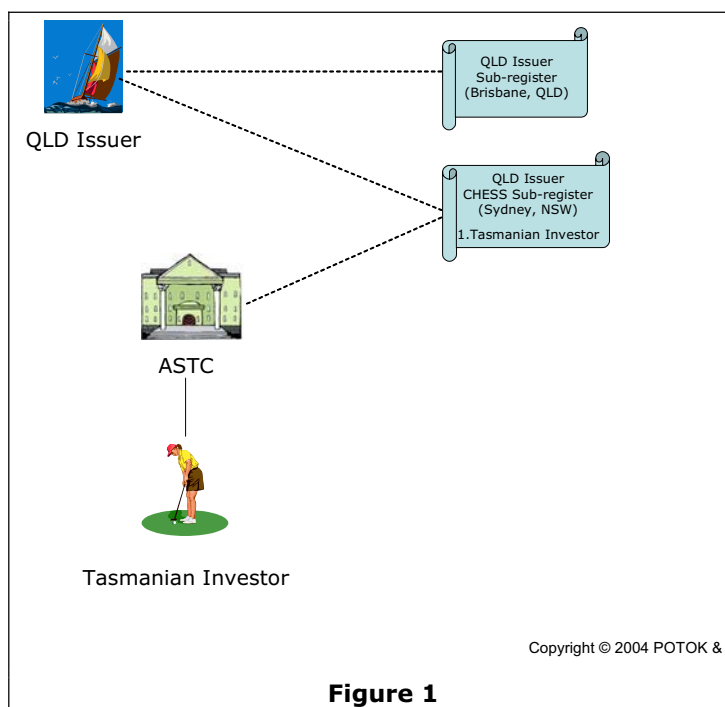
On Day 1, Tasmanian Investor wishes to purchase 100 shares of Queensland Issuer, a company incorporated in Queensland. Queensland Issuer has two sub-registers that together form the Queensland Issuer register:

- *the sub-register that Queensland Issuer maintains in Brisbane, Queensland; and*
- *the CHESS sub-register managed by ASTC and located in Sydney, New South Wales.*

Tasmanian Investor is a CHESS participant and takes a transfer of the Queensland Issuer shares through ASTC. The CHESS sub-register reflects this transfer by recording Tasmanian Investor as an owner of Queensland Issuer shares on its sub-register.

¹ See Fact Pattern 2 in C. below for more details on "sponsoring participants".

Figure 1 below illustrates the above facts.



The issue is: Does the Convention apply to this holding pattern?

1. Applying the definitions in the Convention: "securities held with an intermediary", "securities account" and "intermediary"

Article 2(1) and paras 1-16 and 2-3 of the draft ER make it clear that the Convention only applies to "securities held with an intermediary". Thus, the application of the Convention ultimately depends on whether the fact pattern above constitutes "securities held with an intermediary"?

Article 1(f) indicates that "securities held with an intermediary" means the rights of an account holder resulting from the credit of securities to a "securities account". Consequently, the relevant question becomes: Is the holding record maintained by ASTC a "securities account"?

Article 1(b) indicates that a "securities account" means an account maintained by an "intermediary" to which securities are debited and credited. The CHESS system managed by ASTC arguably involves the debit and credit of securities to an account;² therefore, the question is: Can ASTC be considered an "intermediary"?

Article 1(c) defines an "intermediary" as one that maintains "securities accounts". Thus, here the Convention enters a circular loop, namely:

² There is the question whether the records of CHESS are to be considered "accounts". No definition or explanation of this is provided in the draft ER, and indeed CHESS' counsel queries whether the debits and credits to the "records" in the CHESS system are entries on "accounts" at all (although the CHESS records are part of the CHESS sub-register, which itself is part of the issuer's register; as such the entries on the CHESS sub-register constitute the record of title to the securities). Clarification in the ER that such records would be considered "accounts" for the purposes of the Convention would be helpful.

- Under Article 1(b), "securities accounts" are accounts maintained by "intermediaries".
- Under Article 1(c), "intermediaries" are persons that maintain "securities accounts".

Due to this circularity, one is no closer to understanding whether the CHES example is covered by the Convention. During negotiation process for the Convention, these circular references were noted by delegates, but the drafting committee concluded that some level of circularity was inevitable, and it was decided during the final stages that clarification would be left to the explanatory report.

2. Determining who is an intermediary: applying the General Definition and the Extended Definition

It is important to note that there are three stages to determining whether ASTC is an "intermediary":

- First, there is the definition in Article 1(c) as restricted in Article 1(3) (together, the "General Definition" of "intermediary"). As will be seen below, we would argue that ASTC as operator of the CHES system does not come within the General Definition.
- Secondly, under Article 1(4), certain persons will be "regarded" as "intermediaries" if they satisfy certain criteria (the "Extended Definition"). We would argue that ASTC comes within this Extended Definition and therefore the Convention applies to the CHES system.
- Finally, Article 1(5) allows Australia to make a declaration that ASTC, as the operator of the CHES system, should not be treated as an intermediary.

(a) Does ASTC come under the General Definition of "intermediary"? Additional guidance would be helpful in the paragraphs of the draft ER that explain what constitutes an "intermediary" (paras 1-10 to 1-12). At present this is limited to:

"Any person ... who in the course of business or other regular activity maintains securities accounts for others ... is an intermediary when acting in that capacity" (para 1-10)

"A person is an intermediary only if it maintains securities accounts for others ... and interests in securities are transferred across its books." (para 1-11)

The use of the term "securities accounts" in the explanation of what constitutes an "intermediary" should be avoided because of the circularity in the text (by definition "securities accounts" are held with "intermediaries").

More importantly, what is missing in the explanation of the term "intermediary" is a sentence that explains that the defined term should be understood in its natural sense. In other words, it must include someone standing "in between" – so that an "intermediary" is a person that stands somewhere in the chain between the issuer and the beneficial owner of the securities. This is alluded to in para 1-16 in relation to the definition of "securities held with an intermediary". It would be helpful if it was also identified in the definition of "intermediary".

Moreover, it is only under the definition of "securities account" in para 1-6 that one finds the "essence of the status" of an "intermediary" – that there is some form of continuing contractual or statutory relationship between the account holder and the intermediary in relation to existing or after-acquired securities.³

³ The relationship between the account holder and the intermediary could be of a contractual nature (as explained in para 1-6 of the draft ER) or could be pursuant to some form of statutory regime under which

This need for some form of continuing relationship is alluded to in the explanation of Article 1(3). CHESS would not be an "intermediary" if it *merely* acts as registrar or transfer agent for an issuer.⁴ Clarification is needed in the final ER to indicate the difference between a "mere" registrar, on the one hand, and one who performs additional functions, on the other. This is considered in more detail below under the "Catchall Extension".

Thus, it seems that to be an "intermediary" under the General Definition a person must satisfy **all** of the following:

- it must stand somewhere along the chain of holdings between the issuer and a holder of an interest in securities;
- interests in securities must be transferred across its books;
- it must maintain for others accounts relating to securities; and
- it must have some form of continuing contractual or statutory relationship with the account holder in relation to the securities.

Applying this definition, ASTC does not satisfy the first requirement as the records of CHESS form part of the main register of the issuer, so ASTC does not stand between the issuer and the account holder, but rather acts for the issuer in this regard. Consequently, ASTC is **not** an "intermediary" under the General Definition. Regarding the other three requirements above, see below under the "Catchall Extension".

A further matter is that reference is made in para 1-10 of the draft ER that a "clearing corporation" is an example of "intermediary", without any explanation of what is meant by the term. This needs to be clarified in the final ER as does whether "clearing corporations" may be "intermediaries" under the General Definition or the Extended Definition or both.

(b) Does ASTC come under the Extended Definition of "intermediary"? Article 1(4) has the effect of deeming as "intermediaries" certain persons that would not fit within the General Definition and also possibly not fit within normal parlance of what is an "intermediary". Under Article 1(4), a person will be deemed to be an "intermediary" where **either**:

- the person maintains securities accounts in the capacity of a CSD (the "CSD Extension"); or
- the securities are transferable by book entry across securities accounts which the person maintains (the "Catchall Extension").

The use of the term "securities accounts" is unfortunate in Article 1(4) – once again there is circularity because, by definition, "securities accounts" are accounts maintained by "intermediaries". Putting this to one side, is CHESS a CSD? Or, in our example, are Queensland Issuer securities transferable by book entry across accounts which ASTC maintains in CHESS?

(i) The CSD Extension: Is CHESS a CSD? Any attempt to classify CHESS requires an understanding of the rationale behind the CSD extension. Para 1-35 discusses the Nordic example but should be modified to clarify that when the Nordic account holder opens accounts in relation to

the intermediary acts for the account holder. Note here that this statutory regime is to be distinguished from a regime, such as under Australian corporate law, that requires the issuer to maintain a register in relation to the securities.

⁴ The draft ER in 1-33 states that Article 1(3)(a) is "strictly unnecessary". This is presumably because where the entity in question acts as a registrar for the issuer it is not maintaining securities accounts "for others" – the term "for others" contemplates beneficial owners and not the issuer.

domestic securities directly with a Nordic CSD, the Nordic CSD maintains the register for the issuer and therefore does not “stand between” issuer and account holder. Consequently, the Nordic CSD does not come within the General Definition of “intermediary”. The CSD Extension in Article 1(4) ensures that the Nordic CSDs acting in such a capacity are covered by the Convention.

Unfortunately, no definition is provided in the draft ER as to what constitutes acting in the capacity of a CSD. There is some explanation in para Int-17 to Int-21, but this does not clarify whether CHES is acting in the capacity of a CSD under the Convention. A CSD is described as an entity where large pools of certificates are immobilised or otherwise concentrated (Int-17). Alluding to an uncertificated system (like CHES), para Int-21 indicates that centralisation refers to concentrating the bookkeeping of dematerialized securities. It is arguable that CHES does concentrate the bookkeeping services in relation to dematerialized securities, however, counsel for the CHES system rejects that CHES is a CSD.

It would help if the final ER clarified a little what maintaining accounts “in the capacity of a CSD” means for purposes of the Convention. Some form of further explanation is important for the coherence of the Convention; however the rapporteurs certainly do not wish to enter the difficult debate that exists around the world as to what constitutes a CSD.⁵ Moreover, the meaning of “in the capacity of a CSD” is not crucial because on any definition acting in such capacity appears to be subsumed within the Catchall Extension in Article 1(4) described below.

Perhaps the definition contained in a Bank for International Settlements Glossary could be of guidance:

“a facility (or an institution) for holding securities, which enables securities transactions to be processed by book entry. Physical securities may be immobilised by the depository or securities may be dematerialised (ie so that they exist only as electronic records). In addition to safekeeping, a central securities depository may incorporate comparison, clearing and settlement functions.”⁶

(ii) The Catchall Extension: Are CHES securities “transferable by book entry across” accounts ASTC maintains? This Catchall Extension in Article 1(4) is the step in the analysis that is most in need of clarification. We are told in paragraph 1-35 of the draft ER that the Catchall Extension:

“confirms that a central bank that acts with respect to securities that are transferable by book entry across securities accounts maintained by the central bank is an intermediary with respect to such securities.”

⁵ There is significant controversy as to what entities come within the definition of CSD for regulatory and other purposes. Again, it would be wise for the rapporteurs to avoid entering too deeply into this debate. For example, in the current version of the draft ER, it appears that CREST is to be regarded as an “intermediary” under the Catchall Extension (described below) rather than the CSD Extension. This is not stated explicitly but rather by implication -- after indicating that CRESTCo is an intermediary that can benefit from the declaration mechanism in Article 1(5), para 1-36 concludes, “Article 1(5) also enables a Contracting State to exclude from the definition of intermediary an operator which is a CSD” (my emphasis). Thus, the ER implies that the CREST system is not a CSD – something with which some would strenuously disagree.

⁶ “A glossary of terms used in payments and settlement systems”, Bank for International Settlements, March 2003, available at www.bis.org/publ/cpss00b.pdf. However, some may argue this does not take one much further – for example, a question arises as to what “holding securities” means.

However, what is missing is a real life example of a system where the central bank would not be considered an "intermediary" under the General Definition but would be considered an "intermediary" under the Catchall Extension. The New York Fed is not such an example because in its role as CSD for clearing banks under the TRADES Regulations it meets the General Definition of "intermediary". Providing an appropriate realistic example would both illustrate the need for the Catchall Extension and provide assistance to those attempting to determine whether their systems come within it.

The purpose of the Catchall Extension is to ensure that the Convention covers institutions that act as agent for the issuer, and therefore do not "stand between" but still perform other functions. The problem is that the words of the Catchall Extension are so broad that every type of entity (including most registrars and transfer agents) involved in a chain of holdings has the potential to be included, indeed, including a pure registrar. The language in the Catchall Extension in Article 1(4) covers a person who deals with:

"securities ... which are otherwise⁷ transferable by book entry across securities accounts⁸ which it maintains".

Yet, such an expansive definition arguably conflicts directly with Article 1(3)(a), under which a "mere" registrar is not considered to be an "intermediary".

The intention is that Article 1(3)(a) should trump Article 1(4); however, if that were the case, arguably one would have expected to see at the start of Article 1(4), "*Subject to paragraphs (3) and (5)*". In spite of this, the intention is that the Catchall Extension picks up everyone in the chain between issuer and beneficial holder other than:

- a person who acts "merely" as a registrar or transfer agent (Article 1(3)(a)); and
- a person who acts purely in an administrative capacity for the account holder in respect of an account that is held with a third party intermediary (Article 1(3)(b)).

This must be the correct interpretation of the Convention as otherwise Article 1(3) would lack any meaning.

More guidance is needed as to what is meant by "merely" acting as registrar or transfer agent. Presumably the word "merely" in this context must be understood as meaning "**only**". That results in a relatively narrow category:

1. the person's functions have to be those of a registrar or transfer agent as commonly understood (as described in para 1-32 of the draft ER);⁹ and
2. the person must be acting only on behalf of the issuer and, accordingly:
 - a. if the role of the person in question is exercised independently rather than on behalf of the issuer, it will **not** constitute a "mere" registrar (this may be the case, for example, if the person carries out the function of a registrar as an independent statutory body);
 - or

⁷ The word "otherwise" clarifies that the book entry transfer system does not have to be that of a CSD.

⁸ Again the circularity issue.

⁹ Para 1-32 of the draft ER indicates that the functions of a registrar include the maintenance of the securities register for the issuer and the handling of corporate actions for the issuer. The role of a transfer agent is explained to include handling transfers on behalf of the issuer, and recording the name of the transferee in the register in place of the issuer.

- b. if the person in question also acts under a continuing contractual or statutory relationship with account holders (for example, maintaining accounts on participants' behalf as operator of a settlement system), it will **not** be treated as a "mere" registrar.

However, more guidance is required to flesh out the parameters of this relationship in the case described in 2.b., above. We must bear in mind that, in some jurisdictions, the normal role of a mere transfer agent or registrar may be larger than in other jurisdictions. For example:

- Under the proposed Uniform Securities Transfer Act in Canada and Article 8 of the Uniform Commercial Code in the United States, an issuer of an uncertificated security (in practice, the transfer agent on behalf of that issuer) may enter into one or more control agreements with the registered owner and creditors of the registered owner. That looks like a continuing contractual relationship but, because it is within the normal range of functions, the transfer agent is still acting "merely" as transfer agent for the issuer and would therefore be a "mere" registrar under the Convention.
- Under United States federal securities law, transfer agents have responsibilities to investors in addition to their responsibilities as agents of the issuer. This is why transfer agents must be registered with the Securities and Exchange Commission. Yet, we are clear that United States transfer agents should not be captured by Article 1(4).
- There is an extensive "direct registration system" ("DRS") currently operated in the United States by transfer agents in co-operation with DTC. Among other things, that DRS enables investors who want to be registered directly on the issuer's records to deal more efficiently with such securities through services provided by certain transfer agents, such as electronic movement of positions between the direct and indirect holding systems. The DRS is marketed as an alternative to the indirect holding system. It is used by a relatively small, but significant and growing, number of investors and issuers. There is an organization actively working towards establishing a DRS in Canada, along lines that seem similar but not identical to the DRS now operating in the United States. The final ER should make clear that the activities of transfer agents under systems similar to DRS are not captured by Article 1(4).

Returning to the fact pattern at hand, and applying this test to the CHES system, it is arguable that ASTC has the sufficient continuing contractual relationship with its participant, Tasmanian Investor, to make it more than a "mere" registrar and therefore the Convention would apply to the CHES system. However, more guidance is required in the final ER as to the quality of the relationship that is needed to satisfy the Catchall Extension.

It should be noted that regarding CREST, it is implied in para 1-36 of the draft ER that although CRESTCo is not an intermediary under the General Definition, it is treated as an intermediary under the Extended Definition.

(iii) Avoiding reference to the "direct"/"indirect" split. When determining what constitutes acting "merely" as a registrar, it is important that the focus is on objective facts. The focus should not be on whether the holding pattern would be considered a "direct" holding pattern under local law. Although this emphasis is clearly articulated in para Int-24, there are other parts (such as in para I-35) where the reader may be led in the wrong direction.

For example, para I-35 draws attention to the fact that the credit to the Nordic CSD's accounts results in a direct relationship between the beneficial holder and the issuer and leads to rights enforceable against the issuer. It appears to be a mistake to focus on this relationship when determining whether the Convention applies. One should not focus on the nature, under local Nordic

law, of the relationship between beneficial holder and issuer. The application of the Convention should not be pre-empted by applying Nordic law to determine whether the Convention applies at all. The key issue is the status and role of the intermediary and whether it falls within the Extended Definition under Article 1(4), or is excluded under Article 1(3).^{10 11}

C. FACT PATTERN 2 – HOLDER USING “SPONSORING PARTICIPANT” IN CHESSE

A more complicated but also more likely scenario involves a “sponsoring participant” standing between the investor and the CHESSE system. To illustrate the difficulty, an international fact pattern is analysed.

On Day 1, Hong Kong Investor wishes to purchase 100 shares of New Zealand Issuer. NZ Issuer maintains two sub-registers that together form the NZ Issuer register: (i) the sub-register that NZ Issuer maintains itself and (ii) the CHESSE sub-register, located in NSW, registering ownership of shares purchased through CHESSE. Hong Kong Investor is not a CHESSE participant, and is therefore unable to access the CHESSE system unless it appoints a sponsor.

Hong Kong Investor appoints Singapore Bank, a financial institution incorporated in Singapore and a CHESSE participant, to sponsor its holding of shares in the CHESSE system. Different to the system in the United States with DTC, Hong Kong Investor, and not Singapore Bank, is recorded on the CHESSE sub-register as the registered owner of Queensland Issuer shares. Singapore Bank also maintains records relating to Hong Kong Investor’s securities holdings on its own books.

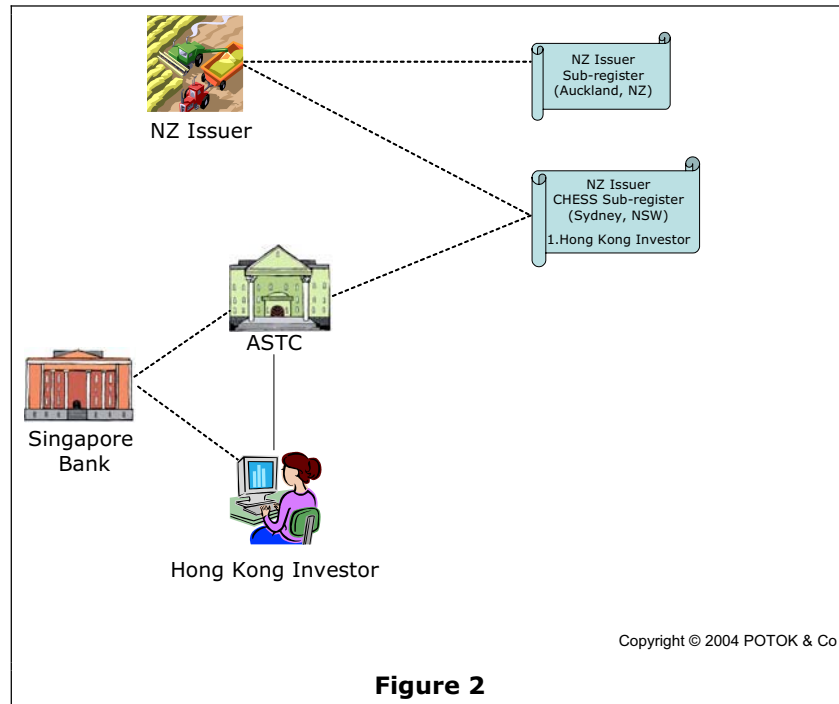
Figure 2 below represents the above facts.

¹⁰ Clarity on this is essential if confusion is to be avoided. For example, in the past, CRESTCo has indicated that the operator of a direct holding system such as CRESTCo is not an intermediary, nor normally should it be deemed to be an intermediary. They reach this conclusion based on the fact that:

- CRESTCo has no proprietary interests whatsoever in the securities held and transferred in its system;
- the interposition of the system operator between the issuer and the beneficial holder does not break the direct relationship;
- only the beneficial holder has full legal title to the securities credited to the CREST account; and
- in respect of Irish securities, for example, the credit on the CREST account reflects an entry on the uncertificated part of the register as maintained by the issuer.

However, the Convention has taken a different approach. The draft ER makes it clear in para 1-36 that CREST **is** deemed to be an “intermediary” under Article 1(4) for the purposes of the Convention. Whether the Convention applies is neither determined by the nature of the interest CREST has under English law in the securities (see Japanese and French law example below) nor by the fact that the account holder has direct rights against the issuer. This discussion reinforces the importance of more explanatory language and examples on this issue.

¹¹ It is worth noting here that at the time of the negotiation of the Convention there were those who argued that the Convention should initially cover those persons that come within the General Definition of “intermediary” with countries needing to make a declaration to come within the Convention in relation to settlement systems that include holding patterns that did not fit within the General Definition. This was rejected after much deliberation. The result is the extensions in Article 1(4) and the “opt out” in Article 1(5). The current difficulties may well have been avoided if we had gone down the other route.



The issue here is whether Singapore Bank will be treated as an “intermediary” under the Convention.

This fact pattern appears to be come directly within Article 1(3)(b). Assuming that ASTC is an intermediary under Article 1(4), then Singapore Bank is “acting as a manager or agent or otherwise in an administrative capacity” when it arranges for the purchase on behalf of Hong Kong Investor. The extent of its involvement is purely as a facilitator and although it may record on its own books that the transaction has taken place, the recording on its own books of the credit of securities for Hong Kong Investor itself has no legal ramifications – the entitlement that Hong Kong Investor has against the issuer occurs upon the recording by ATSC on the register of the issuer (the CHESSE sub-register), not upon the recording at the Singapore Bank level.

This needs to be explicitly contrasted in the final ER with the French and Japanese situations alluded to in para 1-16. With the above fact pattern in mind, the meaning of the following language in para 1-16 is far clearer for the uninitiated:

“In some legal systems, for example those of France and Japan, rights resulting from the credit of securities to a securities account are nevertheless treated as a direct holding of the underlying securities and those maintaining securities accounts and standing between the account holder and the issuer are not themselves regarded as holders of the securities. Nevertheless these rights fall within the scope of the Convention because [it is]¹² the credit of securities to the securities account, not the entry in the issuer’s register or the possession of certificates, that leads to the holder’s right, and it is by entries to the securities account that transfers are effected.”¹³

¹² We believe that there is a typographical error with the words “they result from” needing to be replaced by “it is”.

¹³ It would helpful if the final ER clarified if it is under the General Definition or under the Catchall Extension that such entities in the French and Japanese systems would be classified as “intermediaries” for purposes of the Convention.

Compared in this way, the analysis is easier to follow and the distinction between the position of Singapore Bank in the CHES system and an institution acting as an "intermediary" in the Japanese system can be seen more easily.¹⁴

D. CONCLUSION

This memorandum demonstrates the difficulties in determining whether CHES is covered by the Convention without more guidance in the final ER. Such guidance is crucial.

It is important to note that Australia may not be the only country with this difficulty. The same problem may occur in other countries where the system diverges from the "depository" model that is typified in DTC, Euroclear and, in Australia, for Austraclear. It would be very helpful if the final ER provided examples that look to the applicability of the Convention for the various holding patterns that exist under different systems

* * *

The text of the explanatory report on Article 1(4) was subsequently amended in paragraph 1-36 as follows (new text underlined):

This provision, which operates subject to Article 1(5), confirms explicitly that a person is to be considered an intermediary for purposes of the Convention in relation to (i) securities that are credited to securities accounts that are maintained by that person in the capacity of a CSD, or (ii) securities that are otherwise transferable by book entry across securities accounts maintained by that person in a capacity other than as a CSD, such as a central bank that maintains accounts for book-entry government securities issued by its government or a person that maintains securities accounts under statutory arrangements for the dematerialized holding and transfer of securities. In contrast to the persons described in Article 1(3), those referred to in Article 1(4) are CSDs, central banks and others across whose books transfers may or must be effected and who are not merely acting for the issuer in the capacity of registrar or transfer agent. Thus a CSD or a central bank or other person that maintains records of an investor's holdings qualifies as an intermediary even if the credit of the securities to the securities account maintained by the CSD, central bank or other person establishes a direct relationship between the investor and the issuer and leads to rights that are enforceable against the issuer...As stated in paragraph 1-6, in the context of statutory operator of a securities transfer and settlement system, the reference to securities accounts is to be broadly interpreted to include any form of record of holdings and transfers, whether or not denominated by the operator as an account, and would currently thus include, for example, sub-registers maintained by the Australian CHES system, which in other respects is similar to the United Kingdom CREST system described below."

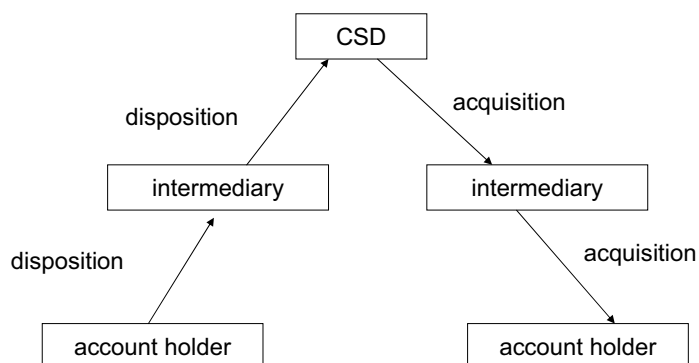
¹⁴ Some have been puzzled by the fact that in determining whether the Nordic CSD is an intermediary, we do not focus on the "direct" nature of the holding pattern – that is, we do not give weight to the fact that the account holder's rights are enforceable directly against the issuer and are not enforceable against the CSD. Some inquire why the analysis is different for Singapore Bank. The difference is that in the cases of the Nordic CSD and the French and Japanese situations, it is the credit of the account holder's interest on the Nordic CSD or French or Japanese intermediary's books that leads to the interest of the holder against the issuer. In the case of Singapore Bank, the recording on its own books of Hong Kong Investor's interest does not lead to the account holder having any rights against ASTC or New Zealand Issuer.

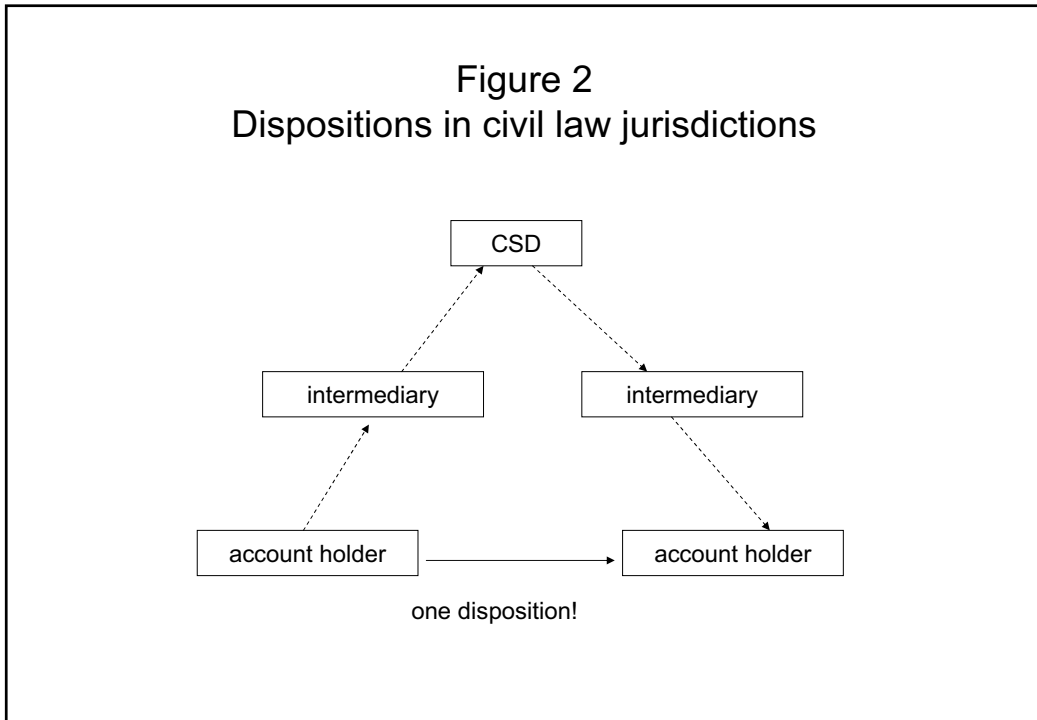
Two Basic Mechanisms of Disposition

First session of the CGE
on intermediated securities

– UNIDROIT Secretariat –

Figure 1
Dispositions in the stage-by-stage jurisdictions





Title Transfer and Collateral Transaction (Art. 3 and 4)

First session of the
UNIDROIT CGE on intermediated securities

– UNIDROIT Secretariat –

Articles 3 and 4

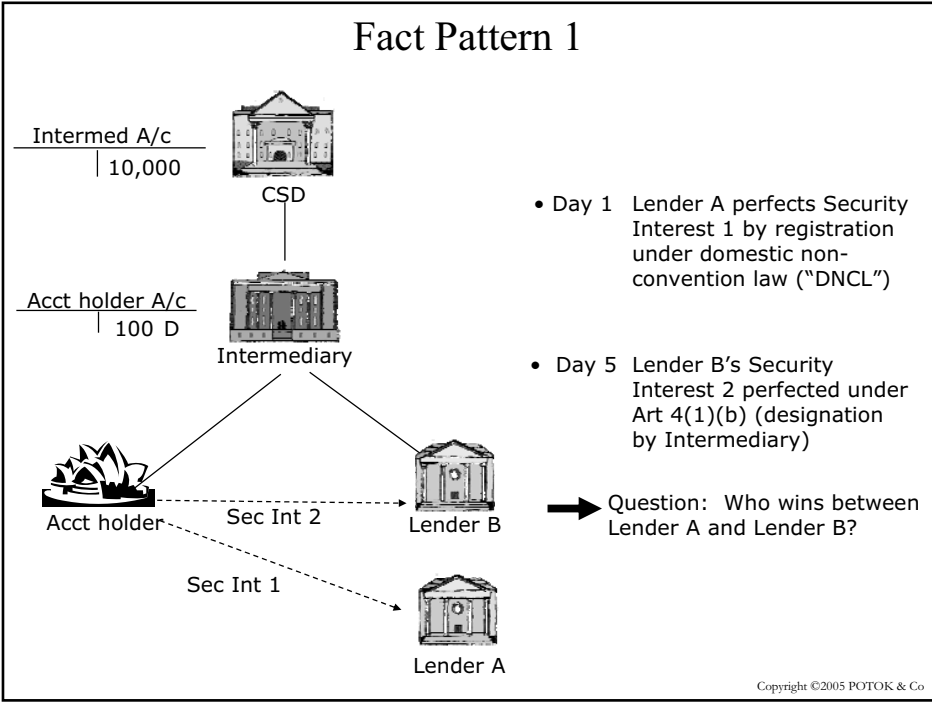
	Title transfer	Collateral Transaction
Substance (Economic function)	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Legal Form	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Current Draft	Article 3	Article 4
Alternative Draft	new Article 3	new Article 4

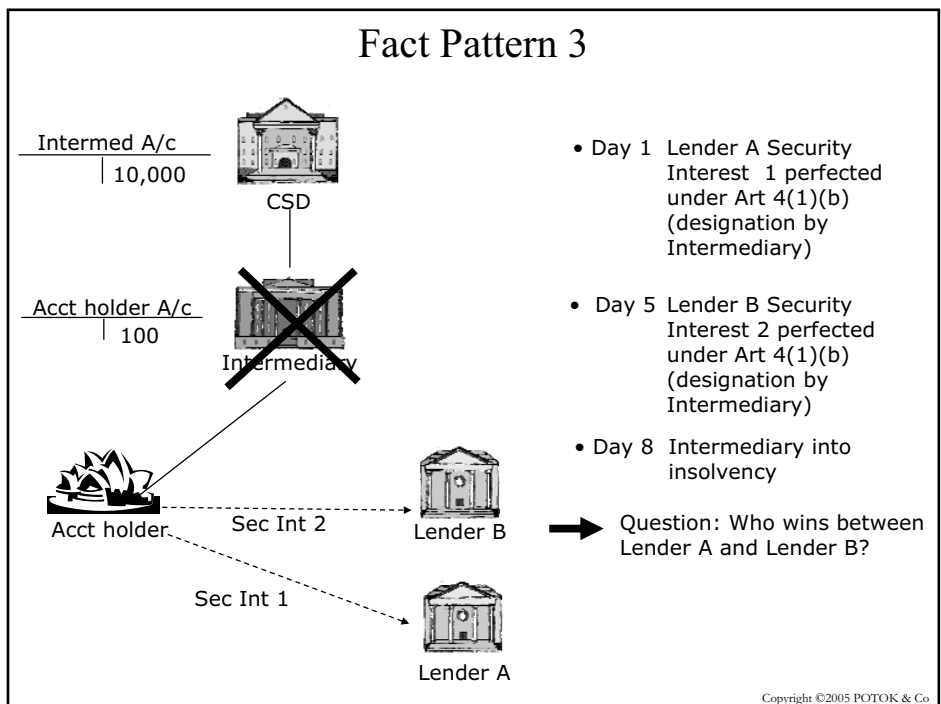
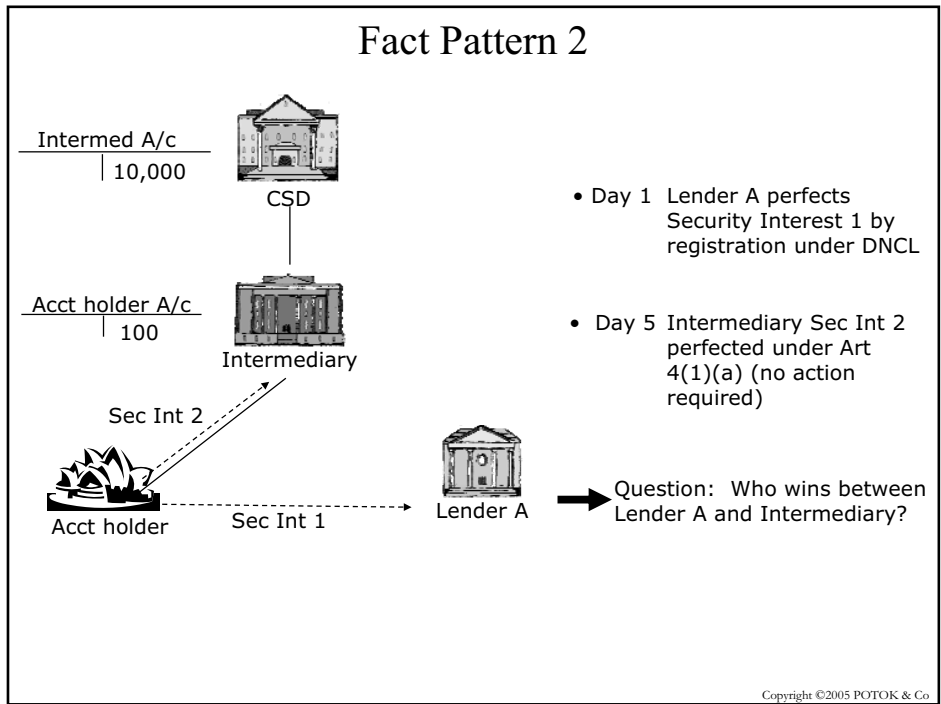
UNIDROIT Securities Convention

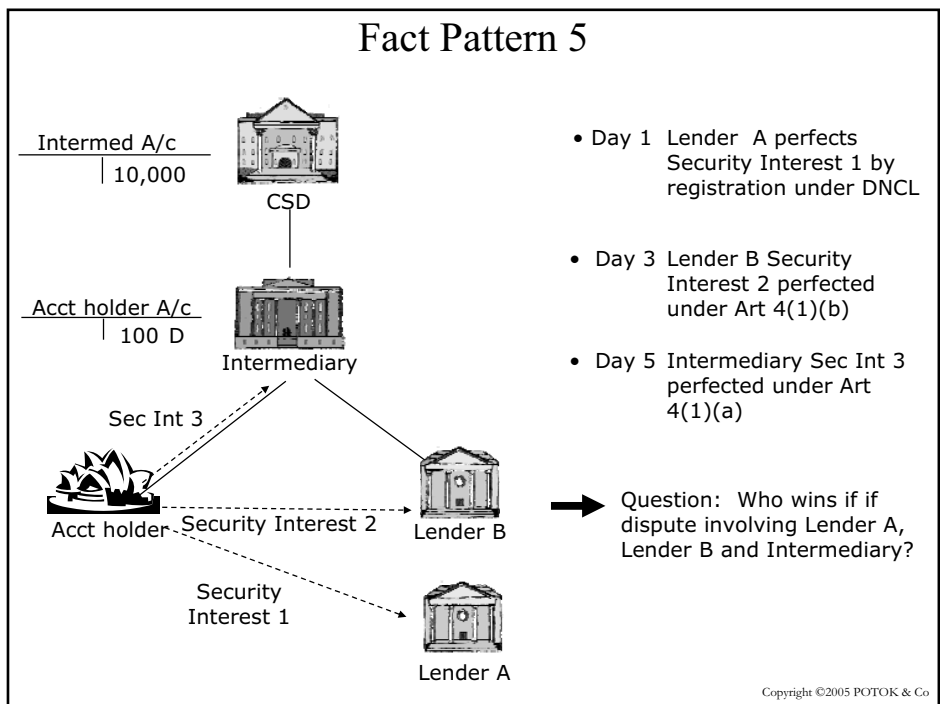
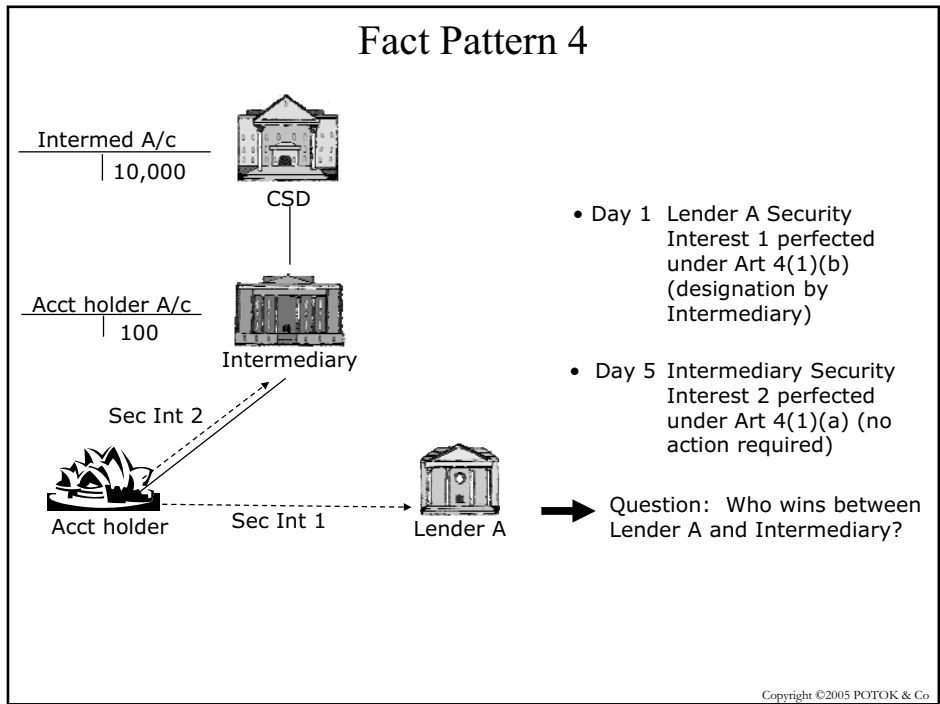
Article 9 and Priorities Discussion

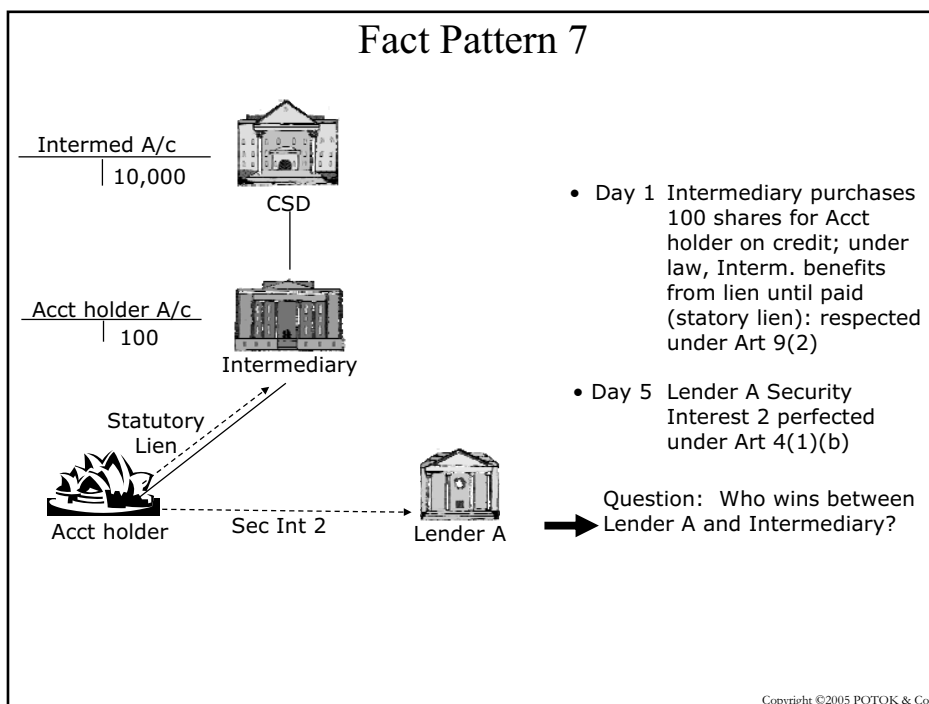
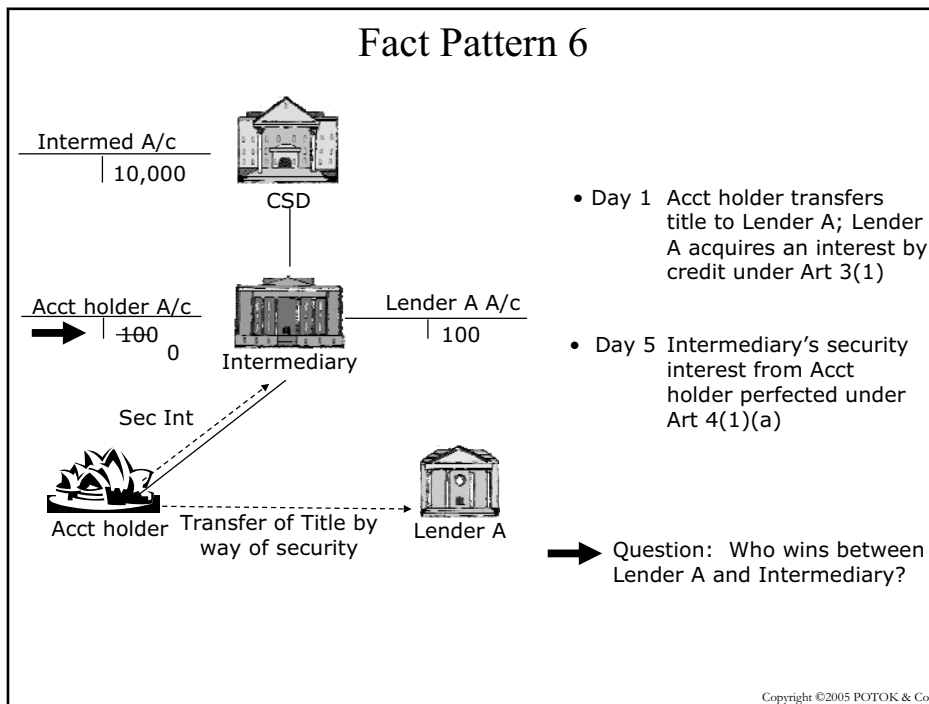
Rome, May 16, 2005

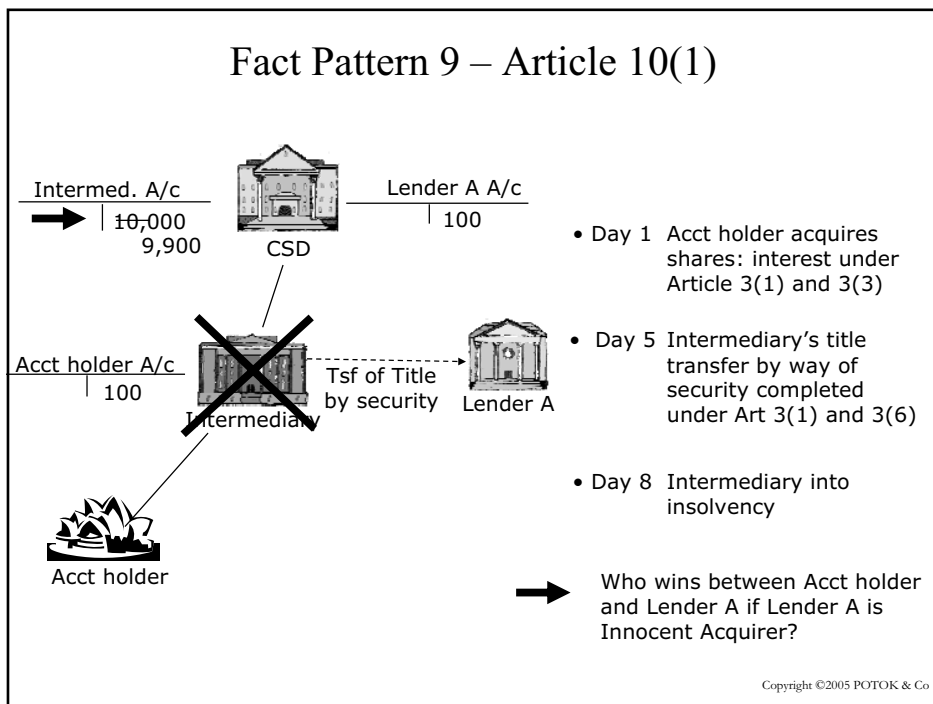
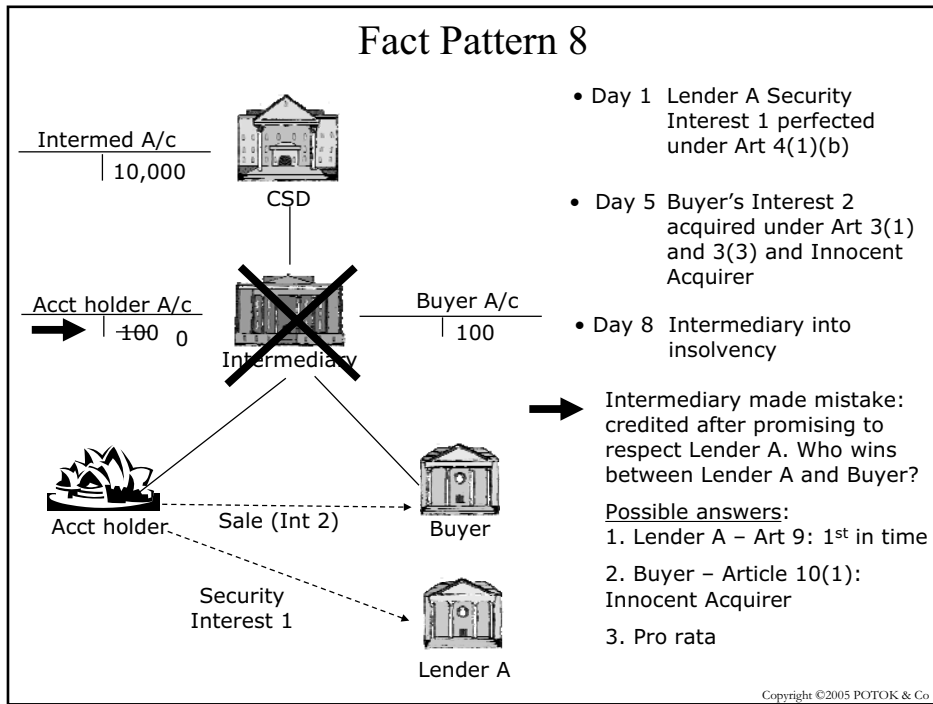
Richard Potok
Australian Delegation











Cross-Border Insolvency – The Future: Law Reform for Netting and Collateral in connection with Financial Market Transactions

ISDA
Lawrence S. Brandman
Goldman, Sachs & Co.

First session of the UNIDROIT CGE
Rome, Italy, May 2005

Financial Market Transactions

- Local insolvency and property laws throughout the world treat netting and collateral issues in various ways
- Pace of global legal reform has not kept up with the
 - Paradigm shift in the market place
 - Product proliferation
 - Technological developments
- Current reality
 - Products and activities are broad-based
 - Market participants are diverse
 - Markets are fast-moving

Financial Market Transactions

- **Effective systemic and credit risk management requires legal certainty, consistency and efficiency**
- **Effective systemic and credit risk management is a foundation for liquidity, capital formation and market efficiency**

3

Netting laws should

- **facilitate the close-out netting**
- **of transactions**
- **in the case of default**
- **whether in or outside the context of insolvency**
- **without stay or delay**
- **free from avoidance, claw-back or “cherry-pick” risk**

4

<h2>Netting laws should</h2>
<ul style="list-style-type: none">■ permit single and cross-product netting■ whether pursuant to a single or multiple master agreements (including “master-master” and cross-product master agreements)■ which permit a default under one transaction or agreement to become a close-out event for all transactions and agreements
5

<h2>Netting laws should</h2>
<ul style="list-style-type: none">■ avoid cumbersome complexity■ including the elimination of <u>narrow</u> protected classes of:<ul style="list-style-type: none">■ counterparties■ products■ specifically approved netting agreements■ as well as unreasonable contractual predicates for netting■ eliminate distinctions between “set-off” and enforceable close-out netting
6

Laws relating to collateral should

- **facilitate the foreclosure and liquidation of collateral**
- **in the case of default**
- **whether in or outside the context of insolvency**
- **without stay or delay**
- **free from avoidance and claw-back**

7

Laws relating to collateral should

- **avoid cumbersome and impractical rules for creating, “perfecting” and maintaining interests in collateral**
- **avoid obstacles for enforcement**
- **eliminate recharacterization concerns as well as distinctions between pledge and title transfer collateral arrangements**
- **permit the use, reuse, rehypothecation and substitution of collateral by the collateral taker**

8

Laws relating to collateral should

- **permit robust collateral arrangements including collateral deliveries based on**
 - **mark-to-market (“top-up”)**
 - **credit ratings and other triggers**
- **all protected from the effect of preference and zero-hour rules**
- **as well as from the action of third parties (including attaching creditors)**
- **providing the collateral taker with a priority position in the collateral**

9

Laws relating to collateral should

- **Eliminate the uncertainty of conflict of laws principles**
- **Adopt approaches like The Hague Securities Convention which facilitate legal certainty and efficiency**

10

Law reform will facilitate market liquidity and capital formation which will result in opportunities for investment and risk management

The Mechanism of Articles 14-16

First session of the CGE
on intermediated securities

- UNIDROIT Secretariat -

