



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 INTERMEDIÉS
Deuxième session
Rome, 6-14 mars 2006

UNIDROIT 2006
Etude LXXVIII – Doc. 25
Original: anglais
Février 2006

RAPPORT

du

Groupe de travail *ad hoc* sur l'article 19(1) de l'*avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés*

(préparé par le Secrétariat)

Lors de la première session du Comité d'experts gouvernementaux ("*le CEG*") pour la préparation de l'*avant-projet de Convention sur l'harmonisation des règles de droit matériel applicables aux titres intermédiés* ("*l'avant-projet de Convention*"), la discussion sur le projet d'article 19(1) (précédemment projet d'article 17(1)), intitulé "Position des émetteurs de titres", s'est conclue par la décision qu'un travail spécifique devrait être entrepris afin de clarifier ce que devaient être les objectifs politiques de la disposition, et d'aider à sa nouvelle formulation. La discussion avait mis en lumière un consensus insuffisant et une compréhension incomplète du texte.

Un Groupe de travail *ad hoc* présidé par la délégation suisse – ("*le Groupe de l'article 19*") – a été mis en place afin d'échanger des avis et d'en faire rapport lors de la prochaine réunion du CEG. Une invitation à faire partie du Groupe de l'article 19 et à soumettre des commentaires sur la disposition a été envoyée aux délégations et aux observateurs en août 2005. Le Groupe de l'article 19 devait tout d'abord préparer un projet de rapport devant être distribué pour commentaires, puis un rapport final devait être examiné par les délégations et les observateurs avant la deuxième réunion du CEG en mars 2006. Le présent document contient le rapport final du Groupe.

ORIGINES DU PROJET D'ARTICLE 19(1)

Le projet d'article 19(1) traite de deux situations distinctes qui pourraient exister au sein des Etats contractants. Les deux situations empêchent la détention de titres auprès d'un intermédiaire. Dans la première, la détention de titres auprès d'intermédiaires est expressément ou implicitement interdite légalement. Dans la seconde, bien qu'il n'existe pas une telle interdiction, les investisseurs sont *de facto* empêchés de détenir des titres de cette manière. Cela est en particulier le cas lorsque l'exercice effectif par ou pour le compte des investisseurs des droits résultant des titres est impossible uniquement en raison de la figure de l'intermédiaire. Des exemples de manières dont un investisseur qui détient des titres auprès d'un intermédiaire peut être empêché à la fois d'exercer et de bénéficier des droits résultant de la propriété des titres sont détaillés dans le projet d'article 19(2).

A partir de ces exemples, et d'autres exemples de limitations qui peuvent être imposées aux investisseurs détenant des titres auprès d'intermédiaires, l'intention politique derrière l'actuel projet d'article 19(1) semble être d'obliger les Etats contractants à modifier leur droit interne, si cela est nécessaire, afin de supprimer toute interdiction expresse, ou toute limitation *de facto*, portant sur la détention de titres auprès d'intermédiaires.

Afin d'aider le Groupe de l'article 19 à se concentrer sur la question politique, la lettre sollicitant des commentaires avait demandé aux participants d'examiner de façon spécifique si la disposition devait clarifier que lorsque des titres sont, ou peuvent être, détenus auprès d'intermédiaires – y compris des personnes agissant pour le compte de tiers ("*nominees*") –, toute discrimination entre investisseurs concernant les droits résultants de ces titres devrait être interdite.

RESUME DES OBSERVATIONS REÇUES

ALLEMAGNE

L'Allemagne soutient l'idée visant à empêcher la discrimination de manière générale entre les investisseurs qui détiennent des titres auprès d'un intermédiaire et les investisseurs qui les détiennent directement, au regard de l'exercice de leurs droits.

L'Allemagne estime toutefois que, tel qu'il est actuellement formulé, l'article 19(1) va plus loin que nécessaire afin de réaliser ces objectifs. Il apparaît comme une obligation pour les Etats contractants d'avoir une législation interne en vertu de laquelle la seule forme sous laquelle les titres peuvent être émis est une forme qui permet à ces titres d'être détenus auprès d'un intermédiaire. L'Allemagne pense qu'il existe un grand nombre de raisons pour lesquelles les émetteurs devraient au contraire être libres de décider eux-mêmes de la forme de l'émission.

L'Allemagne suggère de réécrire l'article 19(1) pour qu'il soit clair qu'il ne limite pas la liberté de choix des émetteurs, de façon à les empêcher d'émettre des titres, à moins que ces derniers puissent être détenus auprès d'intermédiaires.

BELGIQUE

La Belgique est en faveur du projet d'article 19(1) donnant effet à une politique qui aura pour conséquences de supprimer les barrières juridiques qui empêchent la mise en œuvre complète des initiatives importantes entreprises par le marché dans les domaines de la consolidation et de l'harmonisation. Elle prend comme exemples les lois locales, les réglementations et les pratiques réglementaires qui –

- donnent différents droits aux intermédiaires "nationaux", par opposition aux intermédiaires "étrangers" – par exemple en accordant un statut spécial à certaines catégories d'intermédiaires "nationaux",
- restreignent de manière effective l'accès aux marchés de capitaux pour les intermédiaires qui sont membres de systèmes "locaux" de règlement-livraison, ou
- en exigeant la tenue de registres ou de comptes individuels pour chaque bénéficiaire ("*beneficial owner*"), ne reconnaissent pas la structure de détention de titres à plusieurs niveaux qui est la norme dans l'activité transfrontalière.

CANADA

Le Canada convient de l'objectif politique visant à supprimer les barrières indésirables aux détentions intermédiées mais s'interroge sur le fait de savoir si une convention multilatérale ou un traité est le meilleur moyen de réaliser cet objectif général. Une simple règle comme le projet d'article 19(1) qui obligerait les Etats contractants à modifier leur droit interne ne concilie pas des cadres légaux ou réglementaires uniques destinés à faciliter et sauvegarder les détentions intermédiées. Ces cadres constituent un système complexe de règles intégrant le droit des sociétés, le droit commercial, de l'insolvabilité et d'autres droits.

Le Canada explique que la disposition contredit de nombreuses dispositions dans le droit canadien actuel, y compris la règle du droit des sociétés qui permet à un émetteur de traiter le propriétaire nominatif comme la personne exclusivement autorisée à voter, à recevoir des dividendes etc. Différentes applications de cette règle apparaissent dans les mécanismes légaux canadiens qui reflètent une politique de droit des sociétés et réglementaire solide. Ces mesures, puisqu'elles peuvent empêcher la détention de titres auprès d'intermédiaires, sont incompatibles avec le projet d'article 19(1). On compte parmi les exemples:

- la législation qui oblige les émetteurs privés (qui représentent plus de 99% des sociétés au Canada) à limiter le transfert de leurs titres, ou qui oblige certaines sociétés (telles que des banques) à limiter le transfert de titres pour des raisons de régulation, et
- des conditions parfois imposées par les autorités de régulation pour les titres aux émetteurs afin d'assurer que certains titres ne soient pas transférés pendant une période donnée à laquelle les émetteurs donnent effet en imposant des restrictions sur le transfert.

Cette règle spécifique constitue une des règles parmi tant d'autres dans un système complexe impliquant plus de 50 lois qui prévoient la propriété, les droits et les obligations à travers la chaîne de détention, depuis l'émetteur jusqu'au titulaire du compte. Le fait que la règle simple à laquelle l'article 19(1) est censé donner effet puisse en réalité *contredire* des dispositions plus complexes qui ont le même but illustre combien cette règle peut être contre-productive.

Les systèmes intermédiés sophistiqués fournissent une meilleure gestion des risques et un meilleur contrôle des coûts dans le processus de compensation et de règlement-livraison. En conséquence, si un Etat contractant empêche de manière non appropriée ces systèmes, les émetteurs, les investisseurs et autres participants du marché de ces systèmes dans cet Etat seront, comparés aux participants du marché d'autres Etats, désavantagés en matière de concurrence. Ils feront pression pour que des changements aient lieu ou iront ailleurs exercer leur activité. Cette incitation naturelle, forte, selon le Canada, aura plus de chances de réaliser l'objectif politique que vise la disposition qu'une règle simpliste.

Le Canada suggère d'adopter une approche de droit souple ("*soft law*"), qui supprimera de façon plus probable les barrières indésirables aux détentions intermédiées. En conséquence, l'article 19 devrait être rédigé comme un principe qui encourage les Etats contractants à réformer leurs droits afin de permettre la détention de titres auprès d'un intermédiaire ainsi que l'exercice effectif par le titulaire de compte des droits résultant des titres intermédiés. Il estime qu'en faisant cette proposition, il partage les avis exprimés par d'autres délégations.

ETATS-UNIS D'AMERIQUE

Les Etats-Unis perçoivent le projet d'article 19 comme étant particulièrement important ¹ dans le contexte de la modernisation des lois et pratiques qui ne sont pas à jour des réalités de la pratique actuelle en matière de systèmes intermédiés de compensation et de règlement-livraison. Les Etats-Unis estiment que la structure actuelle de la disposition traite clairement des difficultés qui en résultent.

L'accent du projet de texte est mis, de façon appropriée, sur la nécessité de protéger des droits plutôt que sur la méthode précise employée pour les protéger. L'article 19 par conséquent commence dans son paragraphe 1 par poser la proposition générale et fondamentale selon laquelle un détenteur de titres intermédiés devrait, autant que possible, bénéficier des mêmes avantages que celui qui détient des titres directement. Le mode de détention ne devrait pas affecter matériellement les avantages résultant de la propriété.

En clarifiant le fait qu'un intermédiaire détenant des titres intermédiés pour d'autres personnes n'a pas nécessairement besoin d'exercer tous les droits de vote de la même manière, l'article 19(2)(a) poursuit en traitant un problème spécifique – rencontré, à titre d'exemple, lors d'une faillite récente en Asie – qui est que, lorsqu'un intermédiaire reçoit l'ordre d'effectuer ses votes de manière différenciée, tous les votes seront refusés. En reconnaissant que tant que les investisseurs sont informés des notifications concernant les titres, peu importe la manière, l'article 19(2)(b)(i) aborde le fait que cette information sera probablement transmise ou adressée de différentes manières. L'article 19(2)(b)(ii) aborde de façon similaire le fait qu'en présence d'un ou plusieurs intermédiaires, la disposition doit assurer à l'investisseur la possibilité de voter soit en personne soit par procuration. L'article 19(2)(c) prévoit ce qui constitue peut-être le droit le plus fondamental qui soit pour l'investisseur – à savoir le droit de détenir des titres auprès d'un intermédiaire. La déclaration claire d'une condition aussi essentielle d'un système moderne de compensation et de règlement-livraison est fondamentale en ce qui concerne la sécurité juridique. En même temps, cette disposition n'exige pas de l'émetteur qu'il prenne des accords avec un DCT (ou un autre intermédiaire) pour émettre des titres auprès de ce DCT ou par toute autre forme spécifique d'inscription – "global note" ou inscription en compte. A titre d'exemple, un émetteur peut émettre ses titres sous forme de certificat et ses investisseurs devraient pouvoir déposer ces certificats auprès de leurs intermédiaires afin de réduire le risque de vol ou de fraude, détenir ces titres comme des titres intermédiés et pouvoir pleinement exercer leurs droits en tant que détenteurs. De façon identique, leurs intermédiaires (banques ou courtiers) devraient pouvoir déposer ces certificats auprès de leurs intermédiaires – y compris, si les titres satisfont aux conditions posées par ses règles, auprès d'un DCT. Puisqu'il est impossible, à moins qu'une disposition soit en vigueur dans l'Etat, d'assurer que ceux qui apportent leur participation dans un contexte transfrontalier international puissent le faire de manière sécurisée, cette disposition doit, selon les Etats-Unis, être impérative. En prévoyant l'adoption de lois qui reconnaissent la dématérialisation des titres (distincte des certificats globaux ou collectifs, ou des certificats de titres classiques), l'article 19(2)(d) assure la suppression des obstacles à la compensation et au règlement-livraison transfrontaliers qui surgissent lorsque certains Etats autorisent la dématérialisation et d'autres non. L'article 19(2)(e) garantira, s'il peut être remodelé, que les lois des Etats ne peuvent pas établir de discrimination de façon inappropriée en exigeant que seules certaines personnes peuvent détenir des titres ou agir comme intermédiaires. Les Etats-Unis font remarquer que certaines formes de discrimination, telles que la majorité des parts de propriété de sociétés détenue par des

¹ Les Etats-Unis d'Amérique attirent l'attention sur les modifications proposées de l'article 19 qui figurent dans l'annexe 9 du document UNIDROIT 2005 – Etude LXXVIII, Doc. 23 – rév. Ils estiment que ces modifications rendraient plus claires et amélioreraient le projet d'article de façon cohérente par rapport aux objectifs de la disposition. Les Etats-Unis d'Amérique souhaiteraient également attirer l'attention sur les notes de la proposition, qui requiert autre chose que ce qui figure actuellement dans le texte original ou dans les modifications proposées décrites dans l'annexe 9.

nationaux, *peuvent* s'avérer appropriées. Dans ce cas, il peut être nécessaire d'indiquer quels sont les types de discriminations qui, à première vue, seraient "appropriés", quels types de discriminations sont "inappropriés" et quels sont ceux qui ne le sont manifestement pas.

FEDERATION DE RUSSIE

La Fédération de Russie exprime sa préoccupation concernant le fait que l'article ne devrait pas avoir pour effet de traiter plus favorablement les intermédiaires ou leurs titulaires de comptes par rapport aux investisseurs directs, et ne devrait pas fournir des possibilités de fraude des restrictions correctement imposées par le droit des sociétés pour des raisons d'ordre public ou de bonne gouvernance. A titre d'exemple, l'article 19(2)(a) ne devrait pas empêcher un Etat contractant d'imposer des restrictions concernant l'exercice des votes résultant des titres détenus ou contrôlés, directement ou indirectement, par l'émetteur lui-même ou par ses filiales.

FINLANDE

La Finlande soutient le droit des Etats contractants de permettre aux émetteurs de choisir d'émettre ou non des titres pouvant être détenus auprès d'intermédiaires, sous réserve de conserver le droit des Gouvernements d'exiger que tous les émetteurs remplissent certaines conditions avant d'exercer ce choix. La disposition ne devrait pas s'appliquer de façon à sanctionner *uniquement* les systèmes de détention à plusieurs niveaux, mais devrait englober les systèmes intermédiés comme les systèmes dits "nordiques" qui permettent la détention de titres auprès d'intermédiaires soit par le biais d'un DCT ou, pour les investisseurs étrangers, d'une banque dépositaire. Lorsqu'un système de détention permet aux investisseurs étrangers de détenir des titres dans un compte général ("*omnibus*"), le droit interne ne devrait pas établir de discrimination entre les intermédiaires – c'est-à-dire que l'investisseur devrait pouvoir détenir des titres auprès de tout intermédiaire – y compris étranger – (malgré le droit de l'UE d'imposer un régime différent pour les intermédiaires de l'UE, par opposition à ceux extérieurs à l'UE). La Finlande fait également remarquer que les droits attachés aux titres depuis le moment de leur émission ne devraient pas être affectés par leur disposition ultérieure ou tout changement dans leur situation de détention.

La Finlande estime que, lorsqu'un émetteur décide que les titres peuvent être détenus auprès d'un intermédiaire, y compris une personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*"), il ne devrait pas y avoir de discrimination en ce qui concerne la capacité d'exercer ces droits entre un investisseur qui détient des titres auprès d'un intermédiaire et un investisseur qui les détient autrement. En particulier, les investisseurs devraient, indépendamment du mode de détention des titres, pouvoir déterminer comment exercer leurs droits de vote, bien que, lorsqu'ils exercent un droit de vote dans un Etat contractant qui n'autorise pas que des droits soient attribués anonymement, ils ne devraient pas pouvoir conserver l'anonymat du fait qu'il détient des titres auprès d'un intermédiaire ou d'une personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*").

FRANCE

La France préférerait que le projet d'article 19(1) ne soit pas formulé comme une interdiction. Au lieu de cela, il devrait déclarer de façon expresse que les droits des Etats contractants devraient permettre à l'émetteur de choisir d'émettre des titres qui peuvent être détenus auprès d'intermédiaires ou des titres qui ne peuvent pas l'être. Il ne devrait pas imposer une obligation aux Etats contractants d'exiger des émetteurs qu'ils s'ouvrent eux-mêmes au système intermédié.

JAPON

Le Japon estime que le projet de disposition devrait être clarifié. Il devrait tout d'abord poser clairement que les Etats contractants sont soumis à l'obligation de reconnaître le phénomène des titres intermédiés – c'est-à-dire que les Etats contractants devraient être obligés d'autoriser la détention de titres auprès d'un intermédiaire, y compris la détention de titres à plusieurs niveaux dans laquelle un ou plusieurs intermédiaires sont présents au sein d'une chaîne verticale. Ensuite, lorsque la détention de titres intermédiés est autorisée dans les Etats contractants, le projet d'article devrait interdire la discrimination dans ces Etats entre les investisseurs qui détiennent des titres directement et ceux qui détiennent des titres intermédiés.

Plus particulièrement, en ce qui concerne la première obligation – celle de reconnaître des titres intermédiés – il semble suffisant pour un Etat contractant d'autoriser les émetteurs de titres à choisir de détenir leurs titres auprès d'un intermédiaire (cela ne comprenant *pas* les personnes agissant pour le compte de tiers ("*nominees*")), bien que la dématérialisation combinée à l'exigence d'un tel système de détention puisse s'avérer idéale pour certains titres. D'un autre côté, les Etats contractants devraient se voir obligés de reconnaître la propriété de la personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*") – c'est-à-dire que même dans une situation où les titres sont détenus directement par les investisseurs, le droit de l'Etat contractant devrait autoriser ces investisseurs à détenir ces titres à travers les personnes agissant pour le compte ("*nominees*") de l'investisseur.

En ce qui concerne la seconde obligation – celle de non discrimination – la "personne" en bas de la chaîne dans une situation courante de détention indirecte devrait pouvoir, directement ou indirectement, exercer le droit de vote et les autres droits des actionnaires et, directement ou indirectement, percevoir des dividendes ou autres paiements de la part de l'émetteur. Dans ce contexte, par "indirectement" on entend "auprès de son intermédiaire". Afin de donner effet à cette obligation de ne pas établir de discrimination, les Etats contractants doivent reconnaître le droit de vote ou autres droits de manière différenciée. La règle contre la discrimination devrait s'appliquer de façon égale lorsque la "personne" en bas de la chaîne est une personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*"), c'est-à-dire que le droit d'un Etat contractant devrait permettre à un investisseur d'exercer ses droits en qualité de bénéficiaire au travers de la personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*").

ROYAUME-UNI

Le Royaume-Uni est en faveur d'une disposition incorporant le contenu du projet actuel d'article 19(1) dans la mesure où cette disposition traite de problèmes importants survenant lors d'une compensation et d'un règlement-livraison transfrontaliers tels que le partage des votes et l'application des restrictions du droit des sociétés, pour des enjeux importants ou des détentions étrangères, aux intermédiaires plutôt qu'aux investisseurs finaux. Le Royaume-Uni accepte que l'avant-projet de Convention n'impose pas l'obligation aux Etats contractants d'exiger de tous les types d'émetteurs, même privés, de s'ouvrir au système de détention intermédiée, mais considère qu'une telle obligation serait appropriée pour des entités qui, en prévoyant de commercialiser leurs titres dans les bourses ou marchés publics, ont autorisé la propriété des titres au public en général. Le Royaume-Uni estime que cette politique n'empêche pas le droit interne des sociétés des Etats contractants d'imposer toutes les restrictions que les Gouvernements ou autres autorités de régulation estiment – peut-être pour des motifs d'ordre public – devoir imposer concernant les matières comme les niveaux maximum autorisés de détention ou la détention par des investisseurs étrangers, pourvu que ces restrictions ne donnent pas lieu à des discriminations à l'encontre des investisseurs qui détiennent des titres auprès d'intermédiaires.

SUEDE

La Suède fonde ses observations sur l'hypothèse que la politique sous-jacente de l'article 19 est l'interdiction de discrimination entre les investisseurs au regard de l'exercice des droits attachés aux titres lorsque ces titres sont ou peuvent être détenus auprès d'un intermédiaire, y compris une personne agissant pour le compte de tiers ("*nominee*"). A son avis, le projet actuel soulève un grand nombre de questions – le sens du terme "titres" n'étant pas la moindre. Se concentrant d'abord sur la "discrimination", la Suède s'interroge sur le sens de ce terme, relativement aux investisseurs et aux intermédiaires, et par conséquent sur les droits ou pratiques internes qui seraient visés par cette interdiction. En ce qui concerne le traitement des intermédiaires, la Suède se demande si la "discrimination" signifie, dans son essence, une quelconque incompatibilité entre la manière dont un intermédiaire "étranger" serait traité dans son Etat d'origine et la manière dont il l'est en vertu du droit interne de l'Etat dans lequel il se trouve. La Suède cite comme exemples possibles de "discrimination" des pratiques internes telles que la facturation de certains services pour les titulaires de comptes (comme le vote par procuration) mais la fourniture gratuite d'autres services (comme la distribution des dividendes) ainsi que des exigences internes telles que la ségrégation des titres détenus pour son compte par un intermédiaire et de ceux détenus pour le compte de ses clients. Concernant le traitement des investisseurs, la Suède s'interroge sur le fait de savoir si une interdiction relative à l'exercice des droits de vote et autres droits sans que ces investisseurs soient considérés (ce qu'ils ne sont pas), et inscrits comme "propriétaire" sur un registre d'actionnaires à une date précise, équivaut à une "discrimination".

Se concentrant sur la formulation de la disposition, la Suède se demande si "personne agissant pour le compte de tiers" ("*nominee*") ou "détentions par des personnes agissant pour le compte de tiers" ("*nominee holdings*") relèvent de "intermédiaire" ou "titres intermédiés" et, si ces expressions sont employées tout au long du texte de l'avant-projet de Convention, si leurs sens respectifs pourraient être clarifiés au moyen de définitions. Elle considère que le terme de "personne agissant pour le compte de tiers" ("*nominee*") a, dans certains mais pas dans tous les systèmes, un sens spécifique en droit interne et elle suggère que le terme soit défini de manière fonctionnelle ou ne soit pas employé du tout. Une autre question liée à la formulation de l'article réside dans son intitulé – "Position des émetteurs de titres". La Suède souligne que cela est trompeur, dans la mesure où il y a plus de probabilités que ce soient les Etats contractants plutôt que les émetteurs qui soient responsables des interdictions ou des limitations *de facto* sur les détentions intermédiées.

Un autre point soulevé par la Suède est lié à l'interaction entre le projet d'article 19(1) et celui de l'article 4(2). La Suède s'interroge sur la compatibilité des deux dispositions dans la mesure où l'article 4(2) semble prévoir qu'un intermédiaire ne peut pas voter comme s'il était propriétaire lorsque le droit interne ne le permet pas. La Suède conclut ses observations par la proposition que la disposition devrait essentiellement être destinée à des "détentions extra-nationales"; que les restrictions internes devraient être permises pourvu qu'elles ne "discriminent" pas (et la "discrimination" ne devrait pas couvrir tout traitement en vertu du droit fiscal) et la disposition devrait permettre au "véritable propriétaire" (à savoir quiconque peut exercer des droits à l'encontre de l'émetteur) d'exercer ses droits par l'intermédiaire d'un tiers.

CONCLUSIONS

Les observations faites par les personnes qui ont contribué aux travaux du Groupe de l'article 19 semblent pouvoir être résumées de la façon suivante:

a) Discrimination à l'égard des investisseurs

En ce qui concerne l'idée que le projet de l'article 19 vise à véhiculer, il semble y avoir un accord pour dire que l'article se dresse contre la discrimination en ce sens que la détention intermédiée transfrontière ne devrait pas être traitée différemment en ce qui concerne l'exercice des droits liés aux titres. En d'autres termes, le type de détention ne devrait pas porter atteinte aux bénéfices qui résultent de la propriété. L'investisseur qui détient des titres intermédiés doit être en mesure de bénéficier de ses droits, que ce soit à travers son intermédiaire ou à travers des "voies directes" avec l'émetteur. Toute disposition légale, réglementaire ou autre qui interdit directement ou indirectement à ces investisseurs de pouvoir exercer leurs droits de façon aussi efficace que les investisseurs qui ont une relation directe avec l'émetteur ne doit pas s'appliquer.

De la même façon, tout le monde semble admettre que ce point est déjà traité dans le projet actuel mais, du point de vue de la rédaction, il serait préférable d'exprimer l'article 19(1) non pas comme une interdiction, mais comme une indication claire du fait que les lois d'un État contractant devraient garantir la liberté de l'émetteur de choisir d'émettre des titres qui peuvent être détenus auprès d'un intermédiaire ou pas.

b) Obligation d'ouvrir la détention intermédiée à tout investisseur

La réponse à la question de savoir si, et dans quelle mesure, les Etats contractants devraient être obligés de permettre la détention intermédiée et n'est pas claire.

Une option consisterait pour les Etats contractants à permettre aux émetteurs de choisir d'ouvrir ou non une émission de titres à la détention intermédiée. Ce choix – en ce sens que les émetteurs ne devraient pas être obligés d'offrir la possibilité de détention auprès d'un intermédiaire – est particulièrement important en ce qui concerne les entités légales de caractère privé comme les partenariats. Dans ce contexte, entre autres, la définition du terme "titres" est importante. Une autre option – qui pourrait très probablement garantir un règlement transfrontière efficace – serait que les Etats contractants soient obligés de garantir que tous les titres peuvent être détenus auprès d'intermédiaires. Une autre option encore, qui prendrait en considération la réflexion qui sous-tend les deux autres, pourrait à titre de compromis entraîner la proposition suivante

Sans obliger les Etats contractants à exiger de tous les types d'émetteurs, en particulier ceux de nature privée, qu'ils permettent la détention intermédiée de leur titres, l'article 19 devrait les obliger à exiger ce type de détention lorsque les émetteurs, lorsqu'ils prennent des dispositions pour que leur titres soient négociés sur des marchés publics, ont permis que leurs titres puissent appartenir au public au sens large.

c) La détention par des personnes agissant pour le compte de tiers

La définition d'"intermédiaire", aux fins de l'avant-projet de Convention, comprend la détention par des personnes agissant pour le compte de tiers. Par conséquent, une règle contre la discrimination (cf. le point a) ci-dessus) s'applique de la même façon aux investisseurs qui détiennent à travers des personnes agissant pour le compte de tiers. Pour la compatibilité transfrontière, il est essentiel que les investisseurs qui détiennent à travers une personne agissant pour le compte de tiers puissent exercer leurs droits de façon aussi efficace que les investisseurs qui détiennent à travers d'autres types d'intermédiaires - c'est-à-dire de façon aussi efficace que les investisseurs en titres qui ne détiennent pas à travers des intermédiaires (cf. le point a) ci-dessus).

On peut toutefois débattre (en fonction de la décision décrite au point b) ci-dessus) de la question de savoir si le projet d'article 19 devrait obliger les Etats contractants à inclure la détention par des personnes agissant pour le compte de tiers dans le choix qu'ils sont obligés d'offrir aux émetteurs ou aux investisseurs nationaux respectivement.

d) Restrictions au nom de l'ordre public ?

Le débat est ouvert sur la question de savoir si le projet de disposition devrait indiquer qu'un Etat contractant peut, dans son droit des sociétés ou dans une autre loi interne, imposer les restrictions à la détention de titres qu'il considère appropriées au nom de l'ordre public ou de la bonne gouvernance (comme les degrés de détention permis par des investisseurs étrangers). À première vue, rien ne semble empêcher les Etats contractants d'imposer de telles restrictions, à condition qu'elles ne se transforment pas en discrimination. On peut donc soutenir qu'il n'est pas nécessaire d'inclure une telle déclaration.

e) Questions de rédaction

Le CEG pourrait souhaiter examiner la proposition selon laquelle, au lieu d'essayer d'atteindre l'objectif visé par le projet de disposition au moyen d'une règle de droit positif ("*hard law rule*"), on pourrait envisager une approche de droit indicatif ("*soft law*") qui serait plus efficace. La raison en est que, telle que la disposition se présente actuellement, elle pourrait avoir pour effet de forcer les Etats contractants à démanteler des mécanismes sophistiqués qui visent précisément aux mêmes objectifs que la règle que l'on essaie de rédiger. Si une telle approche était adoptée, l'article 19 pourrait simplement établir un principe qui encourage les Etats à permettre la détention de titres auprès d'un intermédiaire, et l'exercice efficace de leurs droits par un investisseur qui détient des titres de cette façon.

Le CEG pourrait souhaiter demander au Comité de rédaction de suggérer un titre à l'article 19 qui reflète mieux son contenu.

Il apparaît clairement des opinions exprimées par les participants au Groupe de l'article 19 que la structure actuelle du projet de disposition – avec un paragraphe 1 qui prévoit une règle générale et un paragraphe 2 qui donne une liste non exhaustive d'exemples – est soutenue de manière générale.

ANNEXE**CHAPITRE VI – RELATIONS AVEC LES EMETTEURS DE TITRES***Article 19**[Position des émetteurs de titres]*

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

2. - Sans limiter la portée générale du paragraphe 1, ce paragraphe s'applique en particulier à toute règle ou disposition:

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

b) [qui ne prévoit pas de disposition adéquate permettant de mettre à la disposition des titulaires de compte détenant des titres intermédiés, ou permettant aux intermédiaires de transmettre auxdits titulaires de compte:

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

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

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

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

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

[3. - Sous réserve du paragraphe 1 et du paragraphe 2, aucune disposition de la présente Convention n'impose à un émetteur de titres d'être tenu envers une personne par, ou n'oblige un tel émetteur à reconnaître à une telle personne, un droit sur, ou relatif à, de tels titres si cette imposition ou obligation n'existe pas conformément au droit en vertu duquel les titres sont constitués et aux contrats régissant les titres.]