



**UNIDROIT COMMITTEE OF GOVERNMENTAL EXPERTS FOR  
THE PREPARATION OF A DRAFT CONVENTION ON  
SUBSTANTIVE RULES REGARDING INTERMEDIATED  
SECURITIES / COMITE D'EXPERTS GOUVERNEMENTAUX  
D'UNIDROIT POUR LA PREPARATION D'UN PROJET DE  
CONVENTION SUR LES REGLES DE DROIT MATERIEL  
APPLICABLES AUX TITRES INTERMEDIÉS  
Third session / Troisième session  
Rome, 6/15 November 2006  
Rome, 6-15 novembre 2006**

UNIDROIT 2006  
Study LXXVIII – Doc. 54 /  
*Etude LXXVIII – Doc. 54*  
Original: English / French  
*original: anglais / français*  
October 2006 / octobre 2006

**COMMENTS BY GOVERNMENTS AND INTERNATIONAL ORGANISATIONS /  
OBSERVATIONS DES GOUVERNEMENTS ET DES ORGANISATIONS INTERNATIONALES**

*(Comments by the Government of France) / (Observations du Gouvernement de la France)*

PRELIMINARY DRAFT CONVENTION ON  
SUBSTANTIVE RULES REGARDING  
INTERMEDIATED SECURITIES  
(Doc. 42– March 2006)

AVANT-PROJET DE CONVENTION SUR LES RÈGLES  
DE DROIT MATÉRIEL APPLICABLES AUX TITRES  
INTERMÉDIÉS  
(Doc. 42 – Mars 2006)

**CHAPTER I - DEFINITIONS, SCOPE OF  
APPLICATION AND INTERPRETATION**

**CHAPITRE I - DEFINITIONS, CHAMP  
D'APPLICATION ET INTERPRETATION**

**Article 1  
[Definitions]**

**Article 1  
[Définitions]**

In this Convention:

Dans la présente Convention:

(a) “*securities*” means any shares, bonds or other financial instruments or financial assets (other than cash) and/or any interest therein, which are capable of being credited to a securities account; [Comments : in relation with the new definition proposed by France for “intermediated securities”, it is necessary to extend the scope of the definition of “securities” in order to cover the jurisdictions where “intermediated securities” can be both assets and rights linked to these assets]

a) “*titres*” désigne toutes actions, obligations ou autres instruments financiers ou actifs financiers (autres que des espèces), et/ou tout droit sur ces titres, qui peuvent être portés au crédit d'un compte de titres; [Commentaires : en liaison avec la nouvelle définition de titres intermédiés proposée par la France, il convient d'élargir le champ d'application de la définition des “titres” de façon à couvrir les juridictions dans lesquelles les “titres intermédiés” sont à la fois les actifs concernés et les droits liés à ces actifs]

[...]

[...]

(d) “*account holder*” means a person in whose name an intermediary maintains a securities account, whether that person is acting for its own account or for others (including in the capacity of intermediary) and hold a securities account within the central securities depository or at a higher tier in the intermediated holding system ;

[Comments: the reference to the central depository and to an upper tier in general clarifies that the intermediated holding system is a chain starting from the central depository to the final investor.]

(e) “*account agreement*” means, in relation to a securities account, the agreement ~~with between~~ the account holder and [Comments : Clarification proposal from the Italian banking association supported by France] the relevant intermediary governing that securities account;

(f) “*intermediated securities*” means “securities” credited the rights of an account holder resulting from a credit of securities to a securities account;

[Comments : the aim of this proposal is to extend the scope of the definition in order to cover the “res” (the asset itself) and the rights attached to the securities. Thus, such definition could be compatible with the different legal systems which focus either on the rights or the assets. Consequently, it seems necessary to link this definition with the definition of “securities”]

(g) “*relevant intermediary*” means, with respect to a securities account, the intermediary that maintains the securities account for the account holder;

[...]

(n) “*designating entry*” means an entry in a securities account made in favour of a collateral taker in respect of the securities account or in respect of specified securities credited to the securities account, which, ~~under the account agreement, a control agreement or the domestic non-Convention law~~ [Comments : these specifications seem pointless since they are already in Article 5 of the Convention], has the effect that, in specified circumstances and as to specified matters, the relevant intermediary is not

d) “*titulaire de compte*” désigne une personne au nom de laquelle un intermédiaire tient un compte de titres, que cette personne agisse pour son propre compte ou pour le compte de tiers (y compris en qualité d’intermédiaire) et détient un compte de titres chez le dépositaire central ou chez un intermédiaire au niveau supérieur dans la chaîne de détention;

[Commentaires : la référence au dépositaire central ou plus généralement à un niveau supérieur clarifie que le système de détention de titres est une chaîne commençant avec le dépositaire central et finissant à l’investisseur final]

e) “*convention de compte*” désigne, pour un compte de titres, la convention ~~avec entre le~~ titulaire de compte et [Commentaires : proposition de clarification de l’association bancaire italienne soutenue par la France] l’intermédiaire pertinent régissant ce compte de titres;

f) “*titres intermédiés*” désigne des titres portés au crédit les droits d’un titulaire du compte résultant du crédit de titres à d’un compte de titres;

[Commentaires : l’objectif de cette proposition est d’élargir le champ de la définition de façon à couvrir les titres en tant qu’actif (la chose ou “res” en latin) et les droits attachés aux titres de façon à rendre compatible cette définition avec les différents systèmes juridiques qui se focalisent sur les droits ou sur les actifs. En conséquence, Il apparaît nécessaire d’articuler la définition de titres intermédiés avec celle de “titres”.]

g) “*intermédiaire pertinent*” désigne, s’agissant d’un compte de titres, l’intermédiaire qui tient ~~un le~~ compte pour le d’un titulaire;

[Commentaires : pb de traduction]

[...]

n) “~~Identification désignation~~” vise le procédé d’identification d’un compte de titres ou de titres intermédiés dans un compte de titres [Commentaires : Pb de traduction] la désignation en faveur d’un preneur de garantie d’un compte de titres ou de titres intermédiés dans un compte de titres qui, conformément à la convention de compte, à une convention de contrôle ou au droit interne non conventionnel, a [Commentaires : ces précisions nous semblent inutiles puisqu’elles figurent déjà dans l’article 5 de la Convention]

permitted to comply with any instructions given by the account holder without having received the consent of the collateral taker, or is obliged to comply with any instructions given by the collateral taker without any further consent of the account holder;

[...]

(q) "securities settlement [or clearing] system" means [a system] ~~{an entity}~~ which:

**-Comments :** the deletion of "an entity" is in line with the common definition of an SSS and is consistent with the "acquis communautaire" and the Finality directive]

(i) clears, settles or clears and settles securities transactions and;

**[Comments:** clarification that the listed elements are cumulative]

(ii) [has rules and agreements with its participants that are uniform and publicly accessible];

**[Comments:** in order to exclude from this definition global custodians which offer tailor-made legal frameworks to their clients, we suggest to add this criteria. This proposal (ii) is essential and should be included in the final draft in order to ensure clear distinction between custodians and SSS. We therefore propose to remove the brackets]

[...]

(iv) ~~has been notified as a securities settlement [or clearing] system in a declaration by a Contracting State, [or falls within a category of [systems] [entities] that have been notified as securities settlement [or clearing] systems in a declaration by a Contracting State and~~

**[Comments :** a declaration to Unidroit Secretariat can not be considered as a condition of validity or as a proof of the existence of a system and we hardly imagine what would be the penalty for such lack of declaration] has been specifically identified as falling within that category in a publicly accessible website of its overseer [translation issue] or regulator which also specifies the date on which it first was designated as falling within that category]; provided that a declaration referred to

ayant pour effet, dans les circonstances et les matières prévues, d'interdire à l'intermédiaire pertinent de se conformer aux instructions du titulaire de compte sans le consentement du preneur de garantie ou de l'obliger à se conformer aux instructions du preneur de garantie sans autre consentement du titulaire de compte;

[...]

(q) "système [de compensation ou] de règlement-livraison" désigne [un système] ~~{ou} [une entité]~~

**[Commentaires :** la suppression de "ou une entité" est en ligne avec la définition traditionnelle d'un SSS et avec le droit communautaire et la directive Finalité"]

i) qui effectue la compensation, le règlement-livraison (ou les deux) des transactions sur titres et;

**[Commentaires:** clarification que les conditions listées sont cumulatives]

ii) [dont les règles et conventions avec ses participants sont uniformes et accessibles au public];

**[Commentaires :** afin d'exclure de cette Convention les "*global custodians*" qui offre des cadres juridiques sur mesure à leurs clients, nous suggérons d'ajouter ce critère. Cette proposition (ii) est essentielle et doit être incluse dans la proposition finale en particulier pour assurer la distinction entre SSS et conservateurs . Nous proposons donc de supprimer les crochets]

[...]

iv) ~~qui a fait l'objet d'une déclaration par un Etat contractant [ou entre dans une catégorie de [systèmes][entités] qui a fait l'objet d'une déclaration par un Etat contractant et~~

**[Commentaires :** une déclaration au Secrétariat d'Unidroit ne saurait constituer une condition de validité ou de preuve de l'existence d'un système et on conçoit difficilement quelle serait la sanction de l'absence de déclaration] qui a été spécifiquement identifié par son autorité de surveillance ou de régulation **[Commentaires :** pb de traduction] comme relevant de cette catégorie sur un site internet, accessible au public, qui indique la date à laquelle cette identification a été faite]; dès lors que la déclaration visée dans cet alinéa a pour objet la réduction des risques affectant la stabilité du système financier;

in this sub-paragraph must be made on the grounds of the reduction of risk to the stability of the financial system;

[...]

u) a Central securities depository is an entity which is the highest tier of holding as it

(i) records in a specific account the entirety of the financial instruments making up each issue accepted for deposit by the depository and,

(ii) opens securities accounts for intermediaries that the depository has accepted as members under the conditions set by its operating rules,

(iii) verifies that the total amount of each issue accepted by the depository is equal to the sum of financial instruments recorder on members securities accounts-

(iv) may operate a securities settlement system

[Comments: The introduction of the definition of central depository is necessary for article 15 (new) article 17 as well potentially for article 15 old. This enables to clarify the existence of the highest tier of holding on which all the intermediated holding system relies]

**Article 2**  
**[Scope of application]**

This Convention applies where rules of private international law of the forum state designate the law of a Contracting State.

This Convention does not govern corporate law matters and the relationship between companies and their shareholders.

[Comments : German proposal supported by France in order to avoid any impact of the Convention on the corporate law]

**Article 3**  
**[Principles of interpretation]**

[...]

2. - Questions concerning matters governed by this Convention which are not expressly settled in the Convention are to be settled ~~in conformity with the general principles on which it is based or, in the absence of such principles,~~ [Comments : we ask for the deletion of this phrase on the basis of the legal uncertainty caused by the potential inconsistency between these "general principles"

[...]

u) "Dépositaire central de titres" est une entité qui:

(i) enregistre dans un compte spécifique l'intégralité des titres composant chaque émission admise à ses opérations et,

(ii) ouvre des comptes de titres aux intermédiaires dont il a accepté l'adhésion dans les conditions fixées par ses règles de fonctionnement,

(iii) vérifie que le montant total de chaque émission admise à ses opérations est égal à la somme des titres enregistrés sur les comptes titres de ses adhérents

(iv) peut opérer un système de règlement livraison

[Commentaires : l'introduction de la définition d'un dépositaire central est nécessaire pour les articles 15 (nouveau) , 17 et 15 ancien le cas échéant. Cela permet de clarifier l'existence du sommet de la chaîne de détention sur laquelle repose l'ensemble de l'intermédiation]

**Article 2**  
**[Champ d'application]**

La présente Convention s'applique lorsque les règles de droit international privé du for désignent le droit d'un Etat contractant.

La présente Convention ne régit pas les questions de droit des sociétés ainsi que les relations entre les sociétés et leurs actionnaires.

[Commentaires : proposition allemande soutenue par la France pour éviter tout impact de la Convention sur le droit des sociétés]

**Article 3**  
**[Principes d'interprétation]**

[ ...]

2. - Les questions concernant les matières régies par la présente Convention et qui ne sont pas expressément tranchées par elle seront réglées selon les principes généraux dont elle s'inspire ou, à défaut, [Commentaires : nous demandons la suppression de cette référence sur le fondement de l'insécurité juridique provoquée par l'incompatibilité potentielle entre ces principes généraux et le droit

and domestic non-Convention law] in conformity with the domestic non-Convention law.

interne non conventionnel] conformément au droit interne non conventionnel.

## CHAPTER II – TRANSFER OF INTERMEDIATED SECURITIES

## CHAPITRE II – TRANSFERT DE TITRES INTERMEDIÉS

### Article 4

#### *[Acquisition and disposition of intermediated securities]*

[...]

### Article 4

#### *[Acquisition et disposition de titres intermédiés]*

[...]

### Article 5

#### *[Security interests in intermediated securities]*

1. - An account holder ~~may~~ grants to a collateral taker a security interest in intermediated securities so as to be effective against third parties by: [Comments : since the conditions mentioned in sub-paragraphs a and b are cumulative, it is necessary to delete the word “may”]

[...]

### Article 5

#### *[Garanties sur des titres intermédiés]*

1. - Un titulaire de compte ~~peut~~ constitue une garantie sur des titres intermédiés en faveur d'un preneur de garantie et la rendre opposable aux tiers [Commentaires : dans la mesure où nous pensons que les conditions prévues aux sous-paragraphes a et b sont cumulatives, il convient de supprimer le terme “peut”]:

[...]

3. - If the relevant Contracting State has made a declaration under paragraph 5(5), Intermediated securities shall also be treated as delivered to a collateral taker if:—

(a) ~~if—the relevant intermediary is itself the collateral taker and the relevant Contracting State has made a declaration under paragraph 4 in respect of this sub-paragraph;~~

(b) ~~if a designating entry has been made and the relevant Contracting State has made a declaration under paragraph 4 in respect of this sub-paragraph; or~~

[c) ~~if a control agreement applies]~~  
[Question : we wonder whether this paragraph is compatible with the European collateral Directive (see article 2.2) which only speaks of delivery or designation but not of control agreement. Moreover, such control agreement is not compatible with the logic of book entry which is the cornerstone of this Convention]—and the relevant Contracting State has made a declaration under paragraph 4 in respect of this sub-paragraph.

[Comments : US proposal supported by France : pure formal simplification to facilitate the reading of this Article]

3. - Si l'Etat contractant a fait une déclaration au titre du paragraphe 5(5), Les titres intermédiés sont également réputés remis au preneur de garantie lorsque:

a) ~~l'intermédiaire pertinent est le preneur de garantie et l'Etat contractant pertinent a fait une déclaration au titre du présent alinéa conformément au paragraphe 4;~~

b) ~~une désignation—identification [pb de traduction] a été effectuée et l'Etat contractant pertinent a fait une déclaration au titre du présent alinéa conformément au paragraphe 4; ou~~

[c) ~~une convention de contrôle a pris effet]~~  
[Question : nous nous interrogeons sur la compatibilité de cette disposition avec la directive européenne sur les garanties financières (cf. article 2.2) qui ne mentionne que la dépossession ou l'identification. De plus, cette convention de contrôle nous semble contraire à la logique de l'inscription en compte qui est la clef de voûte de cette convention)]—et l'Etat contractant pertinent a fait une déclaration au titre du présent alinéa conformément au paragraphe 4.

[Commentaires : proposition américaine soutenue par la France : simplification purement formelle pour faciliter la lecture de l'article]

~~4. - A Contracting State may declare that under its domestic non-Convention law the condition specified in any one or more of sub-paragraphs (a) to (c) of paragraph 3 is sufficient, to constitute delivery of intermediated securities to a collateral taker.~~

~~5. - A Contracting State may declare that under its domestic non-Convention law this Article shall not apply in relation to security interests in intermediated securities granted by or to parties falling within such categories as may be specified in the declaration.~~

~~64. - If the domestic non-Convention law so permits, a security interest may be granted –~~

~~[...]~~

~~5. - A Contracting State may declare that:~~

~~(a) the condition specified in any one or more of sub-paragraphs (a) to (c) of paragraph 3 is sufficient, to constitute delivery of intermediated securities to a collateral taker.~~

~~(b) this Article shall not apply in relation to security interests in intermediated securities granted by or to parties falling within such categories as may be specified in the declaration; or~~

~~(c) either or both of sub-paragraphs 4 shall not apply.~~

~~[Comments : in the US proposal, it is necessary to delete the words “or both” otherwise there is no basis for the security interest in this case since it applies neither to the account (i.e. to all the securities credited to this account according to paragraph 4.a) nor to some of these securities (4.b)]~~

~~76. - The domestic non-Convention law determines:~~

~~[...]~~

~~87. - This Article does not preclude any other method provided by the domestic non-Convention law for the grant of a security interest in intermediated securities, but the priority of a security interest granted by any such other method is subject to the rules in Article 6.~~

~~[Comments : this paragraph is superfluous since Article 6 clearly establishes the primacy of the security interests granted under the Convention]~~

~~4. - Un Etat contractant peut déclarer que, conformément à son droit interne non conventionnel, des titres intermédiés peuvent être remis au preneur de garantie selon une ou plusieurs des modalités énoncées au paragraphe 3.~~

~~5. - Un Etat contractant peut déclarer que, conformément à son droit interne non conventionnel, le présent article ne s'applique pas à des personnes relevant de toute catégorie précisée dans la déclaration.~~

~~64. - Si le droit interne non conventionnel le permet, une garantie peut être constituée:~~

~~[...]~~

~~5. - Un Etat contractant peut déclarer que :~~

~~a) des titres intermédiés peuvent être remis au preneur de garantie selon une ou plusieurs des modalités énoncées au paragraphe 3.~~

~~b) le présent article ne s'applique pas à des personnes relevant de toute catégorie précisée dans la déclaration.~~

~~c) l'un des deux ou les deux sous-paragraphes du paragraphe 4 ne s'applique pas.~~

~~[Commentaires : dans la proposition américaine, il convient de supprimer “ou les deux” car dans cette hypothèse la garantie n'a pas d'assiette possible puisqu'elle ne peut porter ni sur le compte (c'est-à-dire la totalité des titres figurant sur ce compte en vertu du 4.a) ni sur une partie des titres (4.b)]~~

~~76. - Le droit interne non conventionnel détermine:~~

~~[...]~~

~~87. - Le présent article n'exclut aucune autre modalité prévue par le droit interne non conventionnel pour constituer une garantie sur des titres intermédiés, mais le rang de la garantie ainsi constituée est soumis aux dispositions de l'article 6.~~

~~[Commentaires : cette disposition est inutile puisque l'article 6 établit clairement la primauté des garanties régies par la Convention]~~

**Article 6**  
**[Priority among competing security interests]**

1. - This Article determines priority between security interests in the same intermediated securities.

~~2. - Security interests that become effective against third parties under Article 5(3):~~

~~(a) have priority over any security interest that becomes effective against third parties by any method permitted by the domestic non-Convention law other than those provided by Article 5(2) or (3); and~~

~~(b) rank among themselves according to the time of occurrence of the following events:~~

~~— (i) when the collateral agreement is entered into, if the relevant intermediary is itself the collateral taker;~~

~~— (ii) when a designating entry is made;~~

~~— (iii) when a control agreement is entered into, or, if applicable, a notice is given to the relevant intermediary.~~

**[Comments:** two issues are addressed in this paragraph 6.2 : the issue of primacy of the Conventional security interests on the domestic non-Convention security interests and the issue of ranking between Conventional security interests. It is necessary to distinguish both issues in two separate paragraphs. We suggest the following presentation]

2. - Subject to paragraph 5, [Comments : we think that it is necessary to link this paragraph 2 with the paragraph 5 in order to explicitly protect the effect of non consensual security interests] Security interests that become effective against third parties under Article 5(3)~~1~~ have priority over any security interest that becomes effective against third parties by any method permitted by the domestic non-Convention law other than those provided by Article 5(2) or (3); **[Comments :** Article 5.3 only covers some of the security interests for which the primacy is ensured by the Convention and it is therefore necessary to also refer to Article 5.2. However, in order to ensure primacy of all these security interests governed by the Convention, it seems preferable to refer to Article 5.1 which specifies the eligibility principles of the security interests (whereas

**Article 6**  
**[Rang entre garanties concurrentes]**

1. - Cet article détermine le rang entre des garanties portant sur les mêmes titres intermédiés.

~~2. - Les garanties rendues opposables aux tiers conformément à l'article 5(3):~~

~~a) priment tout droit rendu opposable selon une modalité prévue par le droit interne non conventionnel autre que celles prévues à l'article 5(2) et (3); et~~

~~b) prennent rang au moment où se produisent les faits suivants:~~

~~— i) la conclusion du contrat de garantie lorsque le preneur de garantie est l'intermédiaire;~~

~~— ii) le moment où la désignation est effectuée;~~

~~— iii) la conclusion de la convention de contrôle ou, le cas échéant, sa notification à l'intermédiaire pertinent.~~

**[Commentaires :** deux questions sont abordées dans ce paragraphe 6.2 : la question de la primauté des garanties conventionnelles sur les garanties non conventionnelles et la question du rang entre garanties conventionnelles. Il convient de séparer ces deux questions en les abordant dans deux paragraphes distincts. Nous suggérons la présentation suivante : ]

2. -Sous réserve du paragraphe 5, [Commentaires: il nous semble nécessaire d'articuler ce paragraphe 2 avec le paragraphe 5 de façon à explicitement préserver l'effet des garanties non contractuelles] Les garanties rendues opposables aux tiers conformément à l'article 5(3)~~1~~ priment tout droit rendu opposable selon une modalité prévue par le droit interne non conventionnel autre que celles prévues à l'article 5(2) et (3)

**[Commentaires :** l'article 5.3 ne couvre qu'une partie des garanties conventionnelles dont la primauté est assurée par la Convention et il conviendrait donc de citer également l'article 5.2. Cependant, afin d'assurer la primauté des garanties conventionnelles, il nous semble préférable de renvoyer à l'article 5.1 qui prévoit les conditions

Articles 5.2 and 5.3 concerns the effectiveness means)].

3. - Security interests that become effective against third parties under Article 5(3) rank among themselves according to the time of occurrence of the following events:

(i) when the collateral agreement is entered into, if the relevant intermediary is itself the collateral taker;

(ii) when a designating entry is made;

(iii) when a control agreement is entered into, or, if applicable, a notice is given to the relevant intermediary.

~~34.~~ - Where an intermediary enters into a control agreement with a collateral taker or makes a designating entry in favour of a collateral taker, the security interest of the collateral taker has priority over any security interest of the intermediary that is effective against third parties under Article 5(3). **[Question : what is the business case ?]**.

~~45.~~ - A non-consensual security interest in intermediated securities arising or recognised under any rule of the domestic non-Convention law has such priority as is afforded to it by that law.

~~5.~~ Subject to paragraph 2, the priority of any competing security interests in the same intermediated securities is determined by the domestic non-Convention law. [Comments : this paragraph is superfluous since all that is not covered by the Convention is governed by the domestic non-Convention law]

6. - As between persons entitled to any security interests referred to in paragraph 2, paragraph 3 and, to the extent permitted by the domestic non-Convention law, paragraph 4, the priorities provided by the preceding paragraphs may be varied by agreement between those persons, but any such agreement does not affect third parties.

#### **Article 7**

##### ***[Acquisition by an innocent person of intermediated securities]***

1. - Where securities are credited to a securities account under Article 4 and the account holder does not at the time of the credit have knowledge

d'éligibilité des garanties conventionnelles (alors que les articles 5.2 et 5.3 fixent les modalités d'opposabilité)].

3. - Les garanties rendues opposables aux tiers conformément à l'article 5(3) prennent rang au moment où se produisent les faits suivants

i) la conclusion du contrat de garantie lorsque le preneur de garantie est l'intermédiaire;

ii) le moment où ~~la désignation~~ l'identification **[Commentaires : pb de traduction]** est effectuée;

iii) la conclusion de la convention de contrôle ou, le cas échéant, sa notification à l'intermédiaire pertinent.

~~34.~~ - Lorsqu'un intermédiaire conclut une convention de contrôle avec un preneur de garantie ou ~~effectue une désignation~~ procède à une identification [Commentaires : pb de traduction] en faveur d'un preneur de garantie, la garantie de celui-ci prime toute garantie de l'intermédiaire rendue opposable aux tiers conformément à l'article 5(3). **[Question : quel est le cas de figure visé ?]**

~~45.~~ - Une garantie non contractuelle sur des titres intermédiés bénéficie du rang que lui accordent les dispositions du droit interne non conventionnel qui la fondent ou la reconnaissent.

~~5.~~ Sous réserve du paragraphe 2, le rang entre des garanties concurrentes sur les mêmes titres intermédiés est déterminé par le droit interne non conventionnel. [Commentaires : cette disposition est inutile puisque tout ce qui n'est pas du ressort de la Convention relève du droit interne non conventionnel]

6. - Dans les rapports entre les bénéficiaires de toute garantie visée aux paragraphes 2 et 3 et, dans la mesure permise par le droit interne non conventionnel, au paragraphe 4, les rangs établis par les paragraphes précédents peuvent être modifiés par un accord entre ces bénéficiaires, mais cet accord n'affecte pas les tiers.

#### **Article 7**

##### ***[Acquisition de titres intermédiés par une personne de bonne foi]***

1. - Lorsque des titres sont portés au crédit d'un compte de titres conformément à l'article 4 et que [pb de traduction] le titulaire de compte n'a pas



of an adverse claim with respect to the securities  
-

[...]

~~3. An intermediary who makes a debit, credit, or designating entry to a securities account is not liable to the holder of an adverse claim with respect to intermediated securities unless at the time of such debit, credit or designating entry the intermediary has knowledge of the adverse claim.~~

[Comments: this provision is pointless since the issue related to the liability of the intermediaries is covered by Article 18. According to this Article, the liability regime of the domestic non-convention law shall apply].

~~4. For the purposes of this Article a person acts with knowledge of an adverse claim if that person:~~

~~(a) has actual knowledge of the adverse claim; or~~

~~(b) has knowledge of facts sufficient to indicate that there is a significant probability that the adverse claim exists and deliberately avoids information that would establish the existence of the adverse claim; and knowledge received by an organisation is effective for a particular transaction from the time when it is or ought reasonably to have been brought to the attention of the individual conducting that transaction.~~

[Comments: in order to ensure the compatibility between the different legal systems based on good faith or knowledge, it seems preferable to avoid any reference to these concepts. Moreover, in order to ensure the stability of the financial markets and the certainty of the transactions, it is necessary to strengthen the good faith acquisition principle by reducing the “unwinding” possibilities. Consequently, we think that only the actual knowledge of the adverse claim shall be taken into account to deprive someone from the benefit of good faith. Therefore, we ask for the deletion of paragraph 7.4. Indeed, the drafting of this paragraph creates an uncertainty in the scope of “bad faith” which causes a risk of “unwinding” of financial operations].

connaissance, au moment du crédit, d'une revendication sur ces titres:

[...]

~~3. Un intermédiaire qui effectue un débit, un crédit ou une désignation — identification [Commentaires : pb de traduction] dans un compte de titres n'est pas responsable envers l'auteur d'une revendication sur les titres intermédiés faisant l'objet de cette inscription à moins que, au moment de celle-ci, il ait connaissance de cette revendication.~~

[Commentaires : cette disposition est inutile car les questions de responsabilité des intermédiaires sont déjà traitées par l'article 18. En vertu de cet article, c'est le régime de responsabilité prévu par le droit interne non conventionnel qui s'applique]

~~4. Aux fins du présent article, une personne a connaissance de la revendication d'un tiers lorsque:~~

~~a) elle a une connaissance effective de la revendication de ce droit par un tiers; ou~~

~~b) elle a connaissance de faits suffisants pour établir une probabilité significative de la revendication de ce droit par un tiers et ignore délibérément les informations qui établiraient l'existence de la prétention d'un tiers; et cette connaissance par une entité est établie pour une opération donnée à compter de l'instant où elle est, ou aurait raisonnablement dû être, portée à l'attention de la personne physique réalisant cette opération.~~

[Commentaires : afin d'assurer la compatibilité entre les différents régimes juridiques fondés sur la bonne foi ou sur la connaissance, il nous semble préférable d'éviter toute référence à ces notions. Par ailleurs, pour assurer la stabilité des marchés financiers et la sécurité des transactions, il convient d'assurer la sécurité de l'acquéreur en minimisant les hypothèses de remise en cause. En conséquence, nous estimons que seule la connaissance effective d'une revendication d'un tiers doit être prise en compte pour priver une personne du bénéfice de la bonne foi. C'est pourquoi, nous demandons la suppression de ce paragraphe 7.4. En effet, la rédaction de ce paragraphe introduit une trop grande incertitude dans le périmètre de la “mauvaise foi” et entraîne un risque important de remise en cause des opérations financières]

~~{5. – Notwithstanding Article 8{(2)}, if:~~

~~(a) securities have been credited to a securities account of an account holder, or have been designated in favour of another person in the manner described in Article 5, in circumstances such that the credit or designating entry is not effective or is liable to be reversed; and~~

~~(b) before that credit or designating entry has been [cancelled or] reversed, the securities are credited to a securities account of a third party, or are designated in the manner described in Article 5 in favour of a third party (such a third party being in either case referred to in this subparagraph as “the acquirer”), under a further disposition, the fact that the initial credit or designating entry was made in circumstances such that it is not effective or is liable to be reversed does not make the further credit or designating entry ineffective, in favour of the acquirer, against the person making the further disposition, the relevant intermediary or third parties unless:~~

~~— (i) the further credit or designating entry is made conditionally and the condition has not been satisfied;~~

~~— (ii) the acquirer has knowledge, at the time when the further credit or designating entry is made, that it is made as a result of the further disposition and that the further disposition is made in the circumstances referred to in this paragraph; or~~

~~— (iii) the further disposition is made by way of gift or otherwise gratuitously.]~~

**[Comments :** technical issue on the application of the principle of good faith acquisition that should be tackled in the explanatory report of the Convention unless this paragraph focuses on the rights of third parties]

~~{6. – For the purposes of paragraph 5 the acquirer has knowledge that the further credit or designating entry is made as a result of a purported disposition made in the circumstances referred to in that paragraph if the acquirer has actual knowledge that it is so made, or has knowledge of facts sufficient to indicate that there is a significant probability that it is so made and deliberately avoids information that would~~

~~{5. – Nonobstant l'article 8{(2)}, si:~~

~~a) les titres ont été crédités au compte d'un titulaire, ou ont été désignés en faveur d'une autre personne conformément à l'article 5, dans des circonstances telles que le crédit ou la désignation n'est pas valable ou est susceptible d'être contre-passé; et~~

~~b) avant la contre-passation [ou l'annulation] du crédit ou de la désignation de ces titres, ceux-ci ont été, en vertu d'une deuxième disposition, crédités au compte de titres d'un tiers (“l'acquéreur”) ou ont été affectés en sa faveur conformément à l'article 5, le fait que le premier crédit ou la première désignation ait été effectué dans des circonstances telles qu'il n'est pas [opposable aux tiers][valable] ou qu'il est susceptible d'être contre-passé ne rend pas le deuxième crédit ou la deuxième désignation [inopposable][invalid] en faveur de l'acquéreur, à l'égard de l'auteur de la deuxième disposition, de l'intermédiaire pertinent ou des tiers sauf si:~~

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

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

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

**[Commentaires :** question technique sur les modalités d'application du principe de protection de l'acquéreur de bonne foi qui relève plus d'une notice explicative de la convention à moins de se concentrer dans le présent paragraphe sur le droit des tiers]

~~{6. – Aux fins du paragraphe 5, l'acquéreur a connaissance du fait que le crédit ou la désignation postérieur procède d'une disposition réalisée dans les conditions décrites dans ce paragraphe si l'acquéreur en a une connaissance réelle ou s'il a connaissance de faits suffisants pour établir une probabilité significative de réalisation et qu'il ignore délibérément les informations qui l'établiraient.]~~

~~establish that that is the case.]~~

[Comments: see above comments under article 7.4]

**Article 8**

***[Lack of authorisation, ineffectiveness and reversal]***

1. - ~~The relevant intermediary can not make a~~ debit of securities to a securities account or a designating entry ~~is not effective unless the relevant intermediary it is authorised to make do so that~~ debit or designating entry:

[Comments: we can not have an entry without effect otherwise this article is not compatible with Article 4. Moreover, it is not a question of effectiveness but a question of liability of the intermediary towards the account holder]

(a) by the account holder and, in the case of a debit or designating entry that relates to intermediated securities which are subject to a security interest arising under Article 5(3), by the collateral taker; or

(b) by the domestic non-Convention law.

~~2. The domestic non-Convention law and, to the extent permitted by the domestic non-Convention law, an account agreement or the rules and agreements governing the operation of a settlement [or clearing] system, may provide that a debit or credit of securities or a designating entry is not effective or is liable to be reversed.~~

~~3. Subject to Article 7, the domestic non-Convention law determines –~~

~~(a) where a debit or designating entry is not authorised or a debit, credit or designating entry is otherwise ineffective, the consequences of such ineffectiveness;~~

~~(b) where a debit, credit or designating entry is liable to be reversed, its effect (if any) against third parties and the consequences of reversal.~~

[Comments: the link between Articles 4 and 7 is sufficient to define the effectiveness against third parties of an entry. These specifications on the scope on the domestic non convention law do not clarify the principles that the Convention tries to promote]

[Commentaires : cf. commentaires supra sous article 7.4]

**Article 8**

***[Défaut d'autorisation, invalidité et contre-passation]***

1. - ~~L'intermédiaire pertinent ne peut effectuer un~~ débit de titres à un compte de titres ou une désignation ~~identification~~ [Commentaires : pb de traduction] ~~n'est valable que si l'intermédiaire pertinent y que s'il y est autorisé:~~

[Commentaires : il ne peut pas y avoir d'inscription sans effet sinon cet article est contradictoire avec l'article 4. En outre, il ne s'agit pas d'une question de validité des inscriptions en compte mais de responsabilité de l'intermédiaire à l'égard du titulaire de compte]

a) par le titulaire de compte et, pour un débit ou une désignation ~~identification~~ [Commentaires : pb de traduction] qui se rapporte à des titres intermédiés précédemment remis en garantie conformément à l'article 5(3), par le preneur de garantie; ou

b) par le droit interne non conventionnel.

~~2. Le droit interne non conventionnel et, dans la mesure permise par ce dernier, la convention de compte ou les règles et conventions d'un système de [compensation ou de] règlement livraison peuvent disposer qu'un débit ou un crédit de titres ou une désignation ~~identification~~ [pb de traduction] n'est pas valable ou est susceptible d'être contre-passé.~~

~~3. Sous réserve de l'article 7, le droit interne non conventionnel détermine:~~

a) lorsqu'un débit ou une désignation n'est pas autorisé ou lorsqu'un débit, un crédit ou une désignation n'est pas valable pour une autre raison, les conséquences de cette invalidité;

b) lorsqu'un débit, un crédit ou une désignation est susceptible d'être contre-passé, ses effets à l'égard des tiers (s'il y en a) et les conséquences de la contre-passation.

[Commentaires : l'articulation des articles 4 et 7 suffit à déterminer les conditions d'opposabilité d'une inscription en compte. Ces précisions sur le périmètre du droit interne non conventionnel nuisent à la clarté des principes que la Convention tend à promouvoir.]

**CHAPTER III – RIGHTS OF THE ACCOUNT  
HOLDER****Article 9****[~~Intermediated securities~~Effects of a credit  
of securities]**

**[Comments : the title does not cover the content  
of this article]**

[...]

(d) ~~subject to this Convention,~~ such other rights as may be conferred by the domestic non-Convention law.**[Comments : we do not see the need for such restriction]**

2. - Unless otherwise provided in this Convention,

(a) the rights referred to in paragraph 1 are effective against third parties;

(b) the rights referred to in paragraph 1(a) may be exercised against the relevant intermediary or the issuer of the securities, or both, in accordance with this Convention, the terms of the securities and the law under which the securities are constituted;

[...]

**Article 13****[Position of issuers of securities]**

[1. - The law of a Contracting State shall permit the holding through intermediaries of securities that are permitted to be traded on an exchange or regulated market, and the effective exercise of the rights attached to such securities which are so held. This is without prejudice to the terms of issue of the securities.

[2. - In particular, the law of a Contracting State shall recognise the holding of securities described in paragraph 1 by a person acting in his own name on behalf of another person (including a nominee) and shall permit such a person to exercise voting or other rights in different ways in respect of different parts of a holding of securities of the same description.]

**[Comments : we add square brackets to this article, which is currently not acceptable. Indeed, this article sets a system which gives rights to intermediaries which are within continental law]**

**CHAPITRE III - DROITS DU TITULAIRE DE  
COMPTE****Article 9****[~~Titres intermédiés~~Effets du crédit de titres]**

**[Commentaires : le titre de cet article ne correspond pas à son contenu]**

[...]

d) ~~sous réserve des dispositions de la présente Convention,~~ tous autres droits conférés par le droit interne non conventionnel.**[Commentaires : nous ne voyons pas le fondement de cette restriction]**

2. - Sous réserve de dispositions contraires de la présente Convention:

a) ces droits sont opposables aux tiers;

b) les droits visés au paragraphe 1(a) peuvent être exercés à l'encontre de l'intermédiaire pertinent ou de l'émetteur des titres, ou des deux, conformément à la présente Convention, ~~aux Convention, the terms of the securities and the law under which the securities are constituted;~~ **et aux lois régissant leur émission (oubli de traduction)**

[...]

**Article 13****[Position des émetteurs de titres]**

[1. - La loi d'un Etat contractant permet ~~tra~~ **[Commentaires : pb de traduction]** la détention auprès d'un intermédiaire des titres qui sont négociables sur un marché boursier ou réglementé ainsi que l'exercice effectif des droits attachés aux titres ainsi détenus. Ceci est sans préjudice des conditions d'émission de ces titres.

2. - En particulier, la loi d'un Etat contractant reconnaît ~~ra~~ **[Commentaires : pb de traduction]** la détention de titres décrits au paragraphe 1 par une personne agissant en son nom pour le compte d'un tiers (y compris un *nominee*) et autorisera ~~ra~~ **[Commentaires : pb de traduction]** ~~un~~ **[pb de traduction]** cette personne à exercer différemment les droits de vote ou d'autres droits relatifs à différentes fractions des titres de même catégorie qu'il détient]

**[Commentaires : Nous ajoutons des crochets à cet article qui n'est pas acceptable en l'état. En]**

reserved to shareholders. We are particularly careful in French law that votes should be cast only by the shareholder, and not by the intermediary. Moreover, in the context of European negotiations on the shareholder rights directive, the current discussions lead to a solution where the definition of shareholder and the exercise of shareholder rights by an intermediary will be governed by each member State law]

**Article 14**  
**[Set-off]**

~~1. As between an account holder who holds intermediated securities for its own account and the issuer of those securities, the fact that the account holder holds the securities with an intermediary shall not of itself, in any insolvency proceeding in respect of the issuer, preclude the existence or prevent the exercise of any rights of set-off which would have existed and been exercisable if the account holder had held the securities otherwise than through an intermediary.~~

~~2. This Article does not affect any express provision of the terms of issue of the securities.~~

[Comments : this Article is out of the scope of the Convention since the Convention shall not affect the relationships between the investors and the issuers]

**CHAPTER IV – INTEGRITY OF THE  
INTERMEDIATED HOLDING SYSTEM**

[Comments: we think the structure of this chapter should be reorganized in the following way : new Article 15, 17, 19, 20, current Article 15, 21 and 22. Moreover, we suggest to transfer Article 18 at the end of the Chapter III on the rights of the account holder]

effet, cet article impose un système qui confère aux intermédiaires des droits réservés aux actionnaires en droit continental européen. Nous sommes particulièrement attachés dans le droit français à ce que les votes soient exercés par l'actionnaire, qui dans notre droit est l'investisseur final, et non par intermédiaire. En outre, dans le cadre des négociations européennes de la directive sur les droits des actionnaires, les discussions convergent vers une solution renvoyant à chaque Etat membre la définition de l'actionnaire et donc l'exercice par un intermédiaire des droits de cet actionnaire].

**Article 14**  
**[Compensation]**

~~1. Entre un titulaire de compte qui détient des titres intermédiés pour son propre compte et l'émetteur des titres correspondants, le seul fait que ces titres sont détenus auprès d'un intermédiaire ne doit pas empêcher l'existence ou entraver l'exercice, dans une procédure d'insolvabilité relative à l'émetteur, de tous droits de compensation qui auraient existé et auraient pu être exercés si le titulaire du compte avait détenu les titres autrement qu'auprès d'un intermédiaire.~~

~~2. Le présent article ne porte pas atteinte aux conditions d'émission de ces titres.~~

[Commentaires : Hors sujet car la convention n'affecte pas le droit des sociétés et les relations investisseur/émetteurs]

**CHAPITRE IV – INTEGRITE DU SYSTEME  
D'INTERMEDIATION**

[Commentaires : il convient de modifier la structure actuelle de ce chapitre : 15 nouveau, 17, 19, 20, ~~et~~ 15 ancien, 21 et 22. Par ailleurs, nous suggérons de transférer l'article 18 à la fin du chapitre III sur les droits du titulaire de compte]

**Article 15 new**  
**[Functions of the Central securities**  
**depository**~~**Prohibition of upper-tier**~~  
**attachment]**

The central securities depository checks that the global amount of each issue admitted to its operations is equal to the amount of the securities credited to the accounts of its participants

[Comments: the CSD ensures the legal and accounting integrity at the top of the intermediated holding system. This function is essential as the entire intermediated holding system relies on the legal integrity provided by the central depository. It is particularly critical in a securities dematerialise environment which is the goal to achieve as recommended by the G-30.]

**Article 15**  
**[Prohibition of upper-tier attachment]**

1. - No attachment of or in respect of intermediated securities of an account holder shall be granted or made against the issuer of the relevant securities or against any intermediary other than the relevant intermediary.

2. - In this Article "*attachment*" means any judicial, administrative or other act or process for enforcing or satisfying a judgment, award or other decision against or in respect of the account holder or for freezing, restricting or impounding property of the account holder in order to ensure its availability to enforce or satisfy any future such judgment, award or decision.

[Comments: Could the reference to the central depository, as defined in the French proposal, resolve the issue raised by the Finnish delegation with regards to transparent holdings systems ?

Proposal consistent with comments sent by France on the Finnish paper describing the issue of transparent systems]

~~**Article 16**~~  
~~**[Instructions to the intermediary]**~~

~~1. Subject to paragraph 2 [and Article 8(1)], an intermediary is neither bound nor entitled to give~~

**Article 15 nouveau**  
**[Fonctions du dépositaire central de titres]**

Le dépositaire central de titres vérifie que le montant total de chaque émission admise à ses opérations est égal à la somme des titres inscrits aux comptes de ses adhérents.

[Commentaires : le dépositaire central de titres assure l'intégrité juridique et comptable du sommet du système d'intermédiation. Cette fonction est essentielle car l'ensemble du système de détention intermédiée repose sur l'intégrité juridique assurée par le dépositaire central. Ceci est particulièrement fondamental dans un environnement de titres dématérialisés ce qui est l'objectif à atteindre pour l'ensemble des pays selon les recommandations du G-30 ]

**Article 15**  
**[Interdiction des saisies à l'échelon supérieur]**

1. - Aucune saisie portant sur des titres intermédiés d'un titulaire de compte ne peut être effectuée ou réalisée à l'encontre de l'émetteur des titres correspondants, ni à l'encontre de tout intermédiaire autre que l'intermédiaire pertinent.

2. - Dans le présent article, "*saisie*" signifie tout acte ou procédure judiciaire, administratif, ou autre visant à mettre en œuvre ou à exécuter un jugement, une sentence ou autre décision judiciaire, arbitrale, administrative ou autre à l'encontre du ou relative au titulaire de compte, ou visant à geler, restreindre ou confisquer les biens du titulaire de compte afin de garantir leur disponibilité pour mettre en œuvre ou exécuter un tel jugement, sentence ou décision futur.

[Commentaires : Une référence au dépositaire central ne pourrait-elle pas permettre de résoudre la problématique des systèmes transparents soulevée par la délégation finlandaise ?

Proposition ouverte à la délégation finlandaise conformément aux commentaires envoyés par la France sur leur document présentant la problématique des systèmes transparents

~~**Article 16**~~  
~~**[Instructions à l'intermédiaire]**~~

~~1. Sous réserve du paragraphe 2 [du présent article et de l'article 8(1)], un intermédiaire n'est ni~~

~~effect to any instructions with respect to intermediated securities of an account holder given by any person other than that account holder.~~

~~2. Paragraph 1 is subject to:~~

~~(a) the provisions of the account agreement, any other agreement between the intermediary and the account holder or any other agreement entered into by the intermediary with the consent of the account holder;~~

~~(b) the rights of any person (including the intermediary) who holds a security interest created under Article 5;~~

~~(c) subject to Article 15, any judgment, award, order or decision of a court, tribunal or other judicial or administrative authority of competent jurisdiction;~~

~~(d) any mandatory rule of the domestic non-Convention law; and~~

~~(e) where the intermediary is [the operator of] a securities settlement [or clearing] system, the rules of that system.~~

[Comments: the paragraph 16.1 is redundant with Article 8 since both articles concern the conditions to credit securities to an account held by the relevant intermediary. Moreover, the paragraphs 16.2 a to d are pointless (and already covered by Article 8.1.b) and the paragraph 16.2 e) is redundant with article 21]

#### **Article 17**

##### **[Requirement to hold sufficient securities]**

1. - An intermediary must, for each description of securities, hold, at the central depository or at an upper tier, securities and intermediated securities of an aggregate number and amount ~~at least~~ equal to the aggregate number and amount of securities of that description credited to securities accounts which it maintains ~~{for account holders}~~ ~~(4).~~

[Comments : the equality shall cover securities kept by the intermediary for third parties as well as for its own account. In addition the reference to the central depository and more generally to an upper tier clarifies that the intermediated holding system is a chain which relies at the summit on the central depository and that the requirement to

~~tenu de, ni autorisé à, donner effet à toute instruction relative à des titres intermédiés d'un titulaire du compte donnée par toute autre personne que ce titulaire du compte.~~

~~2. Le paragraphe 1 s'applique sous réserve:~~

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

~~b) des droits de toute personne (y compris l'intermédiaire) bénéficiaire d'une garantie constituée conformément à l'article 5;~~

~~c) de tout jugement, sentence, ordonnance ou décision émanant d'un tribunal ou de toute autre autorité judiciaire ou administrative compétente, et ce sans préjudice de l'article 15;~~

~~d) de toute disposition du droit interne non conventionnel ayant un caractère impératif; et,~~

~~e) lorsque l'intermédiaire est [le gestionnaire d'un système [de compensation ou] de livraison-règlement, les règles de ce système.~~

[Commentaires : le paragraphe 16.1 est redondant avec l'article 8 puisque tous les deux concernent les conditions de crédit de titres à un compte par l'intermédiaire pertinent. Par ailleurs les paragraphes 16. 2 a) à d) sont inutiles (et déjà couverts par l'article 8.1 b) et le paragraphe 16.2 e) est redondant avec l'article 21]

#### **Article 17**

##### **[Obligation de détenir une quantité suffisante de titres]**

1. - Pour chaque catégorie de titres, un intermédiaire doit détenir auprès du dépositaire central ou d'un intermédiaire au niveau supérieur dans la chaîne de détention, une quantité de titres et de titres intermédiés ~~au moins~~ égale en nombre ou en valeur nominale à ceux qui figurent au crédit des comptes de titres qu'il tient ~~{pour des tiers}~~

[Commentaires : l'égalité porte aussi bien sur les titres détenus pour compte de tiers que ceux détenus en compte propre. Par ailleurs la référence au dépositaire central ou d'une manière plus générale au niveau supérieur de la chaîne de détention clarifie que le système de détention intermédiée est une chaîne qui repose sur le dépositaire central et que la nécessité de détenir

hold sufficient securities is an obligation at all level of the chain but which relies on the legal integrity provided by central depository. This allows to articulate article 17 and 15 new. Indeed the requirement stated in article 17 would not deliver the expected benefit of ensuring the integrity of the entire holding system if that integrity would not be provided by the central depository in the first place accordingly to article 15 new. ]

2. - If at any time an intermediary does not hold sufficient securities and intermediated securities of any description in accordance with paragraph 1, it must [immediately] ~~[promptly]~~ take such action as is required to ensure that it holds sufficient securities and intermediated securities of that description.

[Comments : the exception to the principle shall be as reduced as possible]

~~3. - The preceding paragraphs do not affect any provision of the domestic non-Convention law, or, subject to the domestic non-Convention law, any provision of the rules of a securities settlement [or clearing] system or of an account agreement, relating to the allocation of the cost of ensuring compliance with the requirements of those paragraphs.~~

[Comments : pointless provision on the scope of the domestic non convention law]

#### **Article 18**

***[Application of domestic non-Convention law and account agreement to obligations of intermediary]***

[...]

#### **Article 19**

***[Allocation of securities to account holders' rights: securities so allocated not property of the intermediary]***

[...]

4. - A Contracting State may declare that under its domestic non-Convention law the allocation required by paragraph 1 applies only to securities that are held by the relevant intermediary with the central depository or another intermediary under an arrangement for the segregation of securities held by the relevant intermediary for

une quantité suffisante de titres est requis à tous les niveaux de la chaîne en s'appuyant sur l'intégrité juridique assurée par le dépositaire central. Cela permet ainsi d'articuler l'article 17 avec l'article 15 nouveau. En effet l'obligation requise avec l'article 17 ne permettrait pas d'assurer l'intégrité du système en l'absence de l'article 15 nouveau, un intermédiaire ne pouvant garantir la quantité suffisante de titres si au niveau du dépositaire central l'équilibre comptable n'était pas assuré. ]

2. - Si, à tout moment, un intermédiaire ne détient pas une quantité suffisante de titres et de titres intermédiés d'une certaine catégorie conformément au paragraphe 1, il doit prendre [immédiatement] ~~[promptement]~~ les mesures nécessaires pour en détenir une quantité suffisante.

[Commentaires : l'exception au principe doit être aussi réduite que possible]

~~3. - Les paragraphes précédents ne portent pas atteinte aux règles du droit interne non conventionnel ou, sous réserve de ce droit, à toute règle d'un système [de compensation ou] de règlement livraison ou d'une convention de compte, répartissant les coûts des mesures nécessaires pour se conformer auxdits paragraphes.~~

[Commentaires : disposition inutile sur le périmètre du droit interne non conventionnel]

#### **Article 18**

***[Application du droit interne non conventionnel et de la convention de compte aux obligations de l'intermédiaire]***

[...]

#### **Article 19**

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

[...]

4. - Un Etat contractant peut déclarer que, conformément à son droit interne non conventionnel, l'affectation prévue au paragraphe 1 ne porte que sur les titres qu'un intermédiaire détient auprès d'un dépositaire central ou d'un autre intermédiaire selon un dispositif de ségrégation en faveur de ses titulaires de comptes



the benefit of its account holders and does not apply to securities held with the central depository or another intermediary for the relevant intermediary's own account.

[Comments : the external segregation within the CSD is a key component of the segregation between the assets held for own account and for third parties]

**Article 20**  
**[Loss sharing in case of insolvency  
of the intermediary]**

[...]

(b) where the intermediary is [the operator of] a securities settlement [or clearing] system and the domestic non convention law regarding the rules or agreements governing the operation of the system make provision for the allocation of the shortfall, in the manner so provided.

[Comments: this is a matter of State law and not only of rules and agreements governing systems. In addition the insolvency of the operator of the settlement system, which implies that the system is no longer be available, is raising systemic issues that need to be taken into account. Assimilating an operator of settlement system to an intermediary as defined by the convention, may provide the operator of systems with rights which are incompatible with its central role for the stability and integrity of the holding system and for the financial system as a whole. It is therefore necessary to review this assumption in light of the potential consequences for the integrity of the holding system of the contracting state but also for other states given that securities settlement system are consolidating and more and more interconnected between each other. ]

[...]

**Article 21**  
**[Overriding effect of certain rules of  
securities settlement [or clearing] systems]**

[Any provision of the rules or agreements governing the operation of a securities settlement [or clearing] system [which is directed to the stability of the system or the finality of

et qu'elle ne porte pas sur les titres que cet intermédiaire détient pour compte propre auprès d'un dépositaire central ou d'un autre intermédiaire.

[Commentaires : la ségrégation externe chez les dépositaires centraux est un élément essentiel de la ségrégation entre actifs détenus pour compte propre et pour compte de tiers]

**Article 20**  
**[Répartition de la perte en cas d'insolvabilité  
de l'intermédiaire]**

[...]

b) de la façon décrite dans le droit interne non conventionnel régissant les règles et conventions du système relatives à la répartition de la quantité manquante, si l'intermédiaire est [le gestionnaire d']un système [de compensation ou] de règlement-livraison.

[Commentaires : Cette question relève de la loi des Etats et pas seulement des contrats et règles applicables aux systèmes. Par ailleurs la faillite du gestionnaire de système de règlement livraison et donc l'indisponibilité du système lui-même pose des risques systémiques qu'il est nécessaire de prendre en compte. L'assimilation d'un gestionnaire de système de règlement livraison à un intermédiaire au sens de la convention peut avoir pour conséquence de donner des droits aux gestionnaires incompatibles avec le rôle central du système pour la stabilité et l'intégrité du système de détention des titres et du système financier en général. Il convient donc de revoir cette hypothèse compte tenu des conséquences éventuelles qu'elle pourrait avoir sur l'intégrité des systèmes de détention non seulement dans le pays contractant mais également pour d'autres pays dans la mesure ou les systèmes de règlement livraison se consolident et sont de plus en plus interconnectés.]

[...]

**Article 21**  
**[Effet dérogatoire de certaines règles  
relatives aux systèmes [de compensation ou]  
de règlement-livraison]**

[Les dispositions des règles ou conventions régissant le fonctionnement d'un système [de compensation ou] de règlement-livraison [destinées à assurer la stabilité du système ou le

transactions effected through the system] shall, to the extent of any inconsistency, prevail over any provision of [Articles 8,X,Y, ...] [this Convention].]

[Comments : We may question the interest of this provision in the Convention. However, the deletion of this provision may upset the “acquis communautaire” (Finality directive) and more fundamentally the systems stability. In that perspective, the reference to “which is directed to the stability of the system or the finality of transactions effected through the system” is essential and should be included, should the article be maintained.]

**Article 22**

***[Effectiveness of debits, credits etc. and instructions on insolvency of operator or participant in securities settlement [or clearing] system]***

[...]

**CHAPTER V – SPECIAL PROVISIONS WITH RESPECT TO COLLATERAL TRANSACTIONS**

[...]

caractère définitif des transactions effectuées par ce système] l'emportent, en cas de d'incohérence, sur toute disposition [des articles 8, X, Y,...][de la présente Convention]]

[Commentaires : En premier lieu, on peut s'interroger sur la pertinence de cette disposition dans la Convention. Toutefois, on peut se demander si la suppression de cet article ne risque pas de remettre en question l'acquis communautaire (directive Finalité) et plus fondamentalement la stabilité des systèmes. Dès lors, la référence à “destinées à assurer la stabilité du système ou le caractère définitif des transactions effectuées par ce système” serait essentielle si cet article devait être maintenu]

**Article 22**

***[Validité des débits, crédits etc. des instructions lors de l'insolvabilité du gestionnaire ou d'un participant à un système [de compensation ou] de règlement-livraison]***

[...]

**CHAPITRE V – DISPOSITIONS SPECIALES RELATIVES AUX OPERATIONS DE GARANTIE**

[...]